

środa, 1 lipca 2015 | raport analityczny

Wirtualna Polska Holding: kupuj (nowa)

WPL PW; WPPL.WA | TMT, Polska

Czas na zyski online

Wirtualna Polska Holding to właściciel jednego z największych portali horyzontalnych, licznych portali wertykalnych oraz największy dostawca kont poczty elektronicznej w Polsce. Grupa przeszła w trakcie roku restrukturyzację kosztową i od 2015 r. będzie korzystać z dźwigni operacyjnej, monetyzując wzrosty w reklamie internetowej. Dostęp do 15,6 mln realnych użytkowników daje możliwości personalizacji treści reklamowych, co przy użyciu zaawansowanych technik Big Data przełoży się na jeszcze większą skuteczność targetowania. Grupa rozwija się w e-commerce: buduje silną pozycję w portalach tematycznych i agregatorach ofert, co przy dużym wzroście rynku sprzedaży w sieci (CAGR 2014-19 = 15% według PMR) powinno generować dodatkowe przychody. Na bazie naszych prognoz i dwóch metod wyceny szacujemy wartość jednej akcji Wirtualna Polska Holding na 44,70 PLN, co implikuje 33% potencjał wzrostowy. Zalecamy kupno akcji.

Rynek reklamy online wciąż z dużym potencjałem

Na odbijającym rynku reklamy, skorelowanej z poziomem polskiego PKB, reklama online osiąga konsekwentnie kolejny rok z rzędu największe wzrosty, co spowodowane jest głównie wzrostem użycia Internetu oraz przewagą online nad innymi kanałami reklamowymi pod względem mierzalności i precyzyjnego dotarcia do grup targetowych. Różne źródła szacują dynamikę wzrostu rynku reklamy online na 5,2%-12,2%. PwC szacuje wzrosty polskiej reklamy internetowej na 15,2% w ciągu 2014-18. Największe wzrosty zanotuje mobile i video (>20%), obszary w których Wirtualna Polska prowadzi rozwój.

Dźwignia operacyjna po restrukturyzacji w 2014 r.

W roku 2014 doszło do redukcji zatrudnienia o blisko 14%, pomimo nabycia kolejnych portali wertykalnych. Grupa istotnie zredukowała także poziom kosztów obcych w starej WP SA i o2. W wyniku tych działań oraz wzrostu rentowności oczyszczonej EBITDA w grupie WPH osiągnęła 39% (vs. 28% w 2013 r. i 35% w starej WP SA). W kolejnych kwartałach Grupa powinna korzystać z dźwigni operacyjnej, generując dodatkowo synergie z przejścia Money.pl.

Potencjał do generowania gotówki

WPH jest biznesem relatywnie niskokapitałochłonnym (CAPEX w 2015 roku zakładamy na poziomie 22 mln PLN). Cykl konwersji gotówki zakładamy w kolejnych latach na 8 dni, co w połączeniu z wysoką rentownością powinno skutkować FCF yield w kolejnych latach na poziomie 6-7% (na bazie naszej wyceny), który spółka może wykorzystywać w celu konsolidacji polskiego rynku online i wypłaty dywidendy.

(mln PLN)	2014 PF	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	248,3	276,3	301,3	323,8	347,4
EBITDA skorygowana	84,1	101,0	111,8	119,0	126,1
marża	33,9%	36,5%	37,1%	36,8%	36,3%
EBIT	22,7	63,4	87,2	94,8	103,0
Zysk netto	-2,0	45,9	78,0	87,4	96,4
DYield	0,0%	0,0%	1,2%	6,4%	7,1%
P/E	-	20,7	12,2	10,9	9,9
P/CE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	3,9	3,3	2,7	2,5	2,3
EV/EBITDA skorygowana	13,6	10,8	9,2	8,5	7,8

PF = proforma

Cena bieżąca	33,67 PLN
Cena docelowa	44,70 PLN
Kapitalizacja	951 mln PLN
Free float	309 mln PLN
Średni dzienny obrót	1,93 mln PLN

Struktura akcjonariatu

European Media Holding	38,5%
Michał Brański (10x)	9,3%
Jacek Świdorski (Orfe)	9,3%
Krzysztof Sierota (Albemuth)	9,3%
Pozostali	33,6%

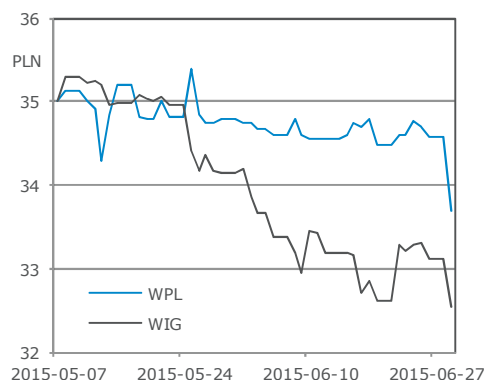
Strategia dotycząca sektora

Reklama jest branżą poźnocykliczną, powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych w długim okresie, które w Polsce w relacji do PKB i per capita są istotnie niższe niż w Unii Europejskiej.

Profil spółki

Wirtualna Polska jest czołowym graczem w polskiej reklamie online. Pod względem realnych użytkowników zajmuje 4. miejsce w Polsce (po Google, Facebook, YouTube) z wynikiem 15,6 mln realnych użytkowników. Grupa skupia portale: Wirtualna Polska, o2, Money, Domodi, Pudelek, SportoweFakty i dobreprogramy. Grupa generuje ponad 90% z reklamy, ma bazę elektronicznych kont pocztowych w Polsce (8,0 mln realnych użytkowników).

Kurs akcji WPL na tle WIG



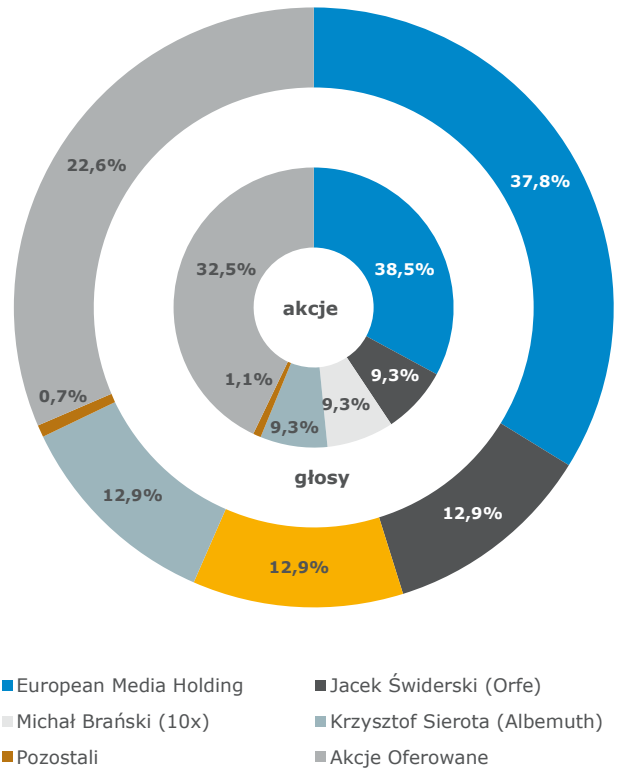
Analityk:

Paweł Szpigiel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl

Struktura akcjonariatu

Pierwotnie kapitał Spółki dzielił się na 7 560 000 akcji, które znajdowały się w posiadaniu trzech założycieli: Jacka Świderskiego, Michała Brańskiego i Krzysztofa Sieroty. W dniu 10 lutego 2014 roku kapitał akcyjny Spółki został podwyższony o 16 023 008 akcji serii B objętych za 12,17 PLN/akcję przez European Media Holding (EMH) - podmiot kontrolowany w 75% przez fundusz private equity Innova Capital (pozostałe 25% posiada fundusz MCI Private). Jednocześnie z taką samą ceną emisyjną wyemitowano 1 028 512 akcji serii C, z czego 698 803 sztuki objął EMH, a trzy spółki należące do założycieli po 109 903 sztuki. Akcje obejmowane przez EMH zostały opłacone gotówką, natomiast akcje obejmowane przez dotychczasowych akcjonariuszy były skompensowane z zobowiązaniem z tytułu dywidendy za lata ubiegłe (17,4 mln PLN). Przed IPO kapitał podstawowy dzielił się więc na 24 913 038 akcji, z czego 12 389 709 (seria A) to akcje uprzywilejowane w ten sposób, że na jedną akcję przypadają 2 głosy (wszystkie akcje założycieli - Jacka Świderskiego, Michała Brańskiego, Krzysztofa Sieroty - są uprzywilejowane oraz 4,5 mln akcji należących do EMH). Założyciele poprzez swoje podmioty zależne kontrolowali 31,7% kapitału (42% głosów na WZA), fundusz Innova 67,1% (56,9% głosów), a pozostały pakiet to akcje wyemitowane w ramach programu motywacyjnego. W 2Q'15 Spółka przeprowadziła proces IPO i pozyskała 100 mln PLN wpływów netto oferując jedną akcję za 32,00 PLN. Ostateczna liczba oferowanych akcji wyniosła 9 192 378 akcji, z tym: 3 339 744 nowych akcji oferowanych oraz 5 852 634 oferowanych przez European Media Holding. W pierwszej kolejności około 20-30 mln PLN z pozyskanej kwoty Grupa zamierza przeznaczyć na spłatę zadłużenia wobec banków mBank i ING, co pozwoli na zredukowanie wskaźnika długu netto do EBITDA poniżej 2,0x. Pozostałe środki pozyskane z oferty publicznej posłużą jako finansowanie akwizycji realizowanych w ramach przyjętej strategii rozwoju. W przypadku, gdy środki z IPO nie będą wystarczające na sfinansowanie akwizycji, Wirtualna Polska Holding (WPH) rozważy wykorzystanie kredytu bankowego w wysokości do 50 mln PLN. Podsumowując, po IPO kapitał podstawowy dzieli się na 28 252 782 akcji, z czego European Media Holding kontroluje 10 869 177 akcji czyli 38,47% wszystkich obecnych akcji, co przekłada się na 37,82% w głosach. Trzech akcjonariuszy założycieli ma po 2 629 903 akcji, czyli odpowiednio 9,31% i 12,94% wszystkich akcji i głosów. W obrocie znajduje się 32,54% akcji spółki.

Struktura akcjonariatu i udział w głosach na WZA



Źródło: Spółka

W umowie o Gwarantowanie Oferty Akcjonariusz Sprzedający (EMH) zobowiązał się, że w okresie do 360 dni od daty pierwszego notowania akcji Spółki na GPW nie będzie bez zgody Globalnego Koordynatora Oferty sprzedawać ani obciążać posiadanych przez siebie akcji WPH (przez 180 dni w przypadku Falredico Investment posiadającej 123 058 akcji serii C). Dodatkowo, sama Spółka (oraz jej spółki zależne) zobowiązała się, że w okresie do 180 dni od debiutu nie będzie dokonywać emisji nowych akcji. Ograniczenie zbywalności akcji (365 dni od debiutu) obowiązuje również akcjonariuszy obejmujących akcje w ramach programu motywacyjnego (z wyłączeniem dwóch osób).

Plan motywacyjny

W Spółce obowiązuje plan motywacyjny, którego podstawowe zasady określa Uchwała nr 6 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia z dnia 12 grudnia 2014 r. (the "Management Incentive Plan"). Całkowita pula akcji w programie wynosi 1 230 576 sztuk (dotychczas wyemitowano 301 518 akcji) i nie przekroczy 5% kapitału podstawowego (przy założeniu emisji maksymalnej liczby nowych akcji rozwodnienie z tytułu programu motywacyjnego sięgnęło by 3,5%). Uprawnienia są nabywane przez beneficjentów stopniowo w czasie w interwale kwartalnym (maksymalnie przez 6 lat), a warunkiem nabycia praw do opcji jest pozostawanie w stosunku pracy. W przypadku IPO uczestnicy programu będą mogli objąć akcje nowej emisji po cenie wykonania 12,17 PLN (istnieje też możliwość objęcia akcji po cenie nominalnej równej 5 groszy, ale wówczas liczba akcji będzie skorygowana w dół w taki sposób, aby ich wartość odpowiadała różnicy pomiędzy ceną z IPO a ceną wykonania). W przypadku wyjścia EMH z inwestycji w Spółkę w drodze innej niż IPO, uprawnieni pracownicy otrzymają rozliczenie gotówkowe. Przewidywany koszt programu do ujęcia w rachunku wyników szacuje się na 4,6 mln PLN w całym okresie jego obowiązywania (z tego 1,4 mln PLN zaksięgowano w 2014). Dodatkowo, NWZA w dniu 5 marca 2015 zdecydowało o uruchomieniu kolejnego programu motywacyjnego (uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału) i upoważniło Radę Nadzorczą do ustalenia jego parametrów (kapitał zakładowy Spółki został warunkowo podwyższony o kwotę nie większą niż 29,676 mln PLN poprzez emisję nie więcej niż 593 511 akcji zwykłych na okaziciela nowej serii F, o wartości nominalnej 0,05 PLN). Zaznaczono jednocześnie, że cena emisyjna akcji w ramach tego programu nie będzie niższa niż ostateczna cena w IPO. Program ma być skierowany do wybranych członków Rady Nadzorczej, Zarządu oraz wskazanych przez Zarząd pracowników bądź współpracowników Spółki. Podsumowując maksymalne rozwodnienie akcjonariuszy w wyniku dwóch opisanych programów motywacyjnych wynosi 1 522 569 akcji.

Spółka

Historia spółki i struktura organizacyjna

Grupa Wirtualna Polska jest dynamicznie rozwijającym się koncernem działającym na szeroko rozumianym rynku reklamy internetowej, a jego przychody proforma za ubiegły rok sięgnęły blisko 250 mln PLN.

Grupa powstała w wyniku fuzji dwóch firm oraz ich grup kapitałowych: dawnej Wirtualnej Polski (Wirtualna Polska S.A.) i grupy kapitałowej Grupa o2. Przed przejęciem dawnej Wirtualnej Polski, Grupa składała się z jednostki dominującej oraz spółek zależnych. W dniu 21 marca 2014 roku, nazwa Grupy o2 S.A. została zmieniona na Wirtualna Polska Holding S.A.

WPH prowadzi kilkadziesiąt portali internetowych i jedną z najpopularniejszych usług bezpłatnej poczty elektronicznej. Dawna Grupa o2 została założona w 2000 roku przez Jacka Świderskiego, Michała Brańskiego oraz Krzysztofa Sierotę, którzy do dzisiaj pozostają akcjonariuszami i kontrolują niecałe 32% kapitału. W pierwszych latach istnienia podstawowym przedmiotem działalności było prowadzenie uruchomionego w 2000 r. portalu o2.pl oraz świadczenie usług poczty elektronicznej. Z czasem zakres działalności spółki był rozszerzany poprzez uruchamianie nowych usług i serwisów internetowych. W 2003 roku wystartował komunikator internetowy Tlen oraz serwis Kafeteria.pl. W

2006 roku uruchomiono serwisy pudelek.pl i wrzuta.pl. Grupa w 2012 roku podjęła próbę sprzedaży akcji w IPO, jednak oferta nie doszła do skutku.

W ubiegłym roku WPH dokonała kilku kluczowych akwizycji, dzięki którym portfel aktywów poszerzył się m.in. o portale wp.pl, money.pl, sportowefakty.pl czy homebook.pl i domodi.pl. Poniżej prezentujemy krótkie podsumowanie procesów akwizycyjnych zrealizowanych w ostatnich latach. Zwracamy jednocześnie uwagę, że koncern stara się aktywnie zarządzać swoimi aktywami, czego przykładem jest chociażby zrealizowana w ubiegłym roku sprzedaż 21% udziałów w spółce Socializer (działalność reklamowa w portalach społecznościowych), które były kupione w roku 2012 (skala dezinwestycji to 8,5 mln PLN).

Wirtualna Polska

Wirtualna Polska S.A. weszła w skład Grupy 13 lutego 2014 roku. 100% udziałów zostało kupione od Orange Polska za 382 mln PLN (aktywa netto 290 mln PLN i rozpoznane przy transakcji 92 mln PLN wartości firmy). Przejęta spółka wygenerowała w 2013 roku 159 mln PLN przychodów i 20 mln PLN zysku netto, co implikuje wskaźnik P/E na poziomie 19,1 x. Główną ideą jaka stała za konsolidacją jednego z największych polskich portali horyzontalnych była chęć połączenia tej silnej marki z bardziej agresywnym i elastycznym stylem zarządzania produktami i treścią charakterystycznym dla o2.pl. Połączenie tych dwóch dotychczas bardzo różnych organizacji wymagało dostosowań zarówno na poziomie organizacyjnym (alokacja zasobów, nowy system zarządzania), jak i strategicznym (przeгляд produktów, wspólne projekty technologiczne i biznesowe). Wyzwaniem była też integracja zasobów ludzkich o odmiennych kulturach korporacyjnych, szczególnie że spółka przejmująca pod względem zatrudnienia była 3x mniejsza od przejmowanej. Na przestrzeni kilku miesięcy udało się jednak osiągnąć bardzo dobre efekty. Według Zarządu tylko synergie kosztowe można szacować w ubiegłym roku na 16,7 mln PLN (m.in. obniżono zatrudnienie i zredukowano oraz ujednolicono koszty operacyjne). Synergie przychodowe z przejęcia Wirtualnej Polski wynikają głównie z korzyści skali (połączone znane portale horyzontalne mają dużo większe możliwości negocjacyjne). Ważnym elementem w procesie generowania wartości dodanej na przejęciu jest również przeprowadzona gruntowna rewitalizacja strony wp.pl.

Domodi

W dniu 12 września 2014 WPH nabyła 51% udziałów w spółce Domodi sp. z o.o., która zajmuje się prowadzeniem serwisów e-Commerce z elementami społecznościowymi dedykowanymi kategorii Moda i Wnętrza (przychody za ubiegły rok to około 8,5 mln PLN). Wartość transakcji wyniosła 18 mln PLN z czego 3 mln PLN stanowią dodatkowe gotówkowe płatności dla dawnych właścicieli przejmowanej spółki obwarowane kilkoma warunkami (konkretne warunki takich płatności nie zostały ujawnione, płatności będą dokonywane w oparciu o wyniki finansowe Domodi). Grupa posiada też opcję zakupu (wystawiła też symetryczną opcję put dla dotychczasowego udziałowca) pozostałych udziałów w tej spółce w dwóch krokach, po zakończeniu roku 2017 i po zakończeniu roku obrotowego 2019. Cena nabycia tych pakietów będzie ustalana w oparciu o wyniki finansowe z tych lat (aktualna wartość godziwa opcji put to 32,6 mln PLN).

Money.pl

W grudniu 2014 Grupa przejęła od Holtzbrinck 100% udziałów w Grupie Money, której głównym przedmiotem działalności jest prowadzenie jednego z

najpopularniejszych polskich portali finansowych money.pl. Cena zapłacona za te aktywa wyniosła 47 mln PLN (aktywa netto 27 mln PLN i 19,8 mln PLN wygenerowanej na transakcji wartości firmy). Przychody Grupy Money proforma w ubiegłym roku wyniosły 30,1 mln PLN (łącznie z barterami). Główne zalety przejętej spółki to unikalny profil użytkowników oraz ekspertyza w zakresie reklamy internetowej premium. Z jednej strony przejęcie to pozwala na wzbogacenie produktów Grupy o specjalistyczne treści (jeden z największych zespołów redakcyjnych z zakresu finansów) i rozwijanie nowych obszarów biznesowych (finansowy e-commerce i platforma ofert na usługi dla małych firm), a z drugiej generuje potencjał znacznych synergii kosztowych (integracja funkcji wsparcia). Powierzchnia reklamowa w zakresie reklam biznesowych portalu Wirtualna Polska oddana została do sprzedaży przez należącą do Money.pl sieć reklamową Business AdNetwork. Po przejęciu Money.pl doszło także do repricingu oferty portalu dzięki czemu zostały wygenerowane istotne synergije przychodowe.

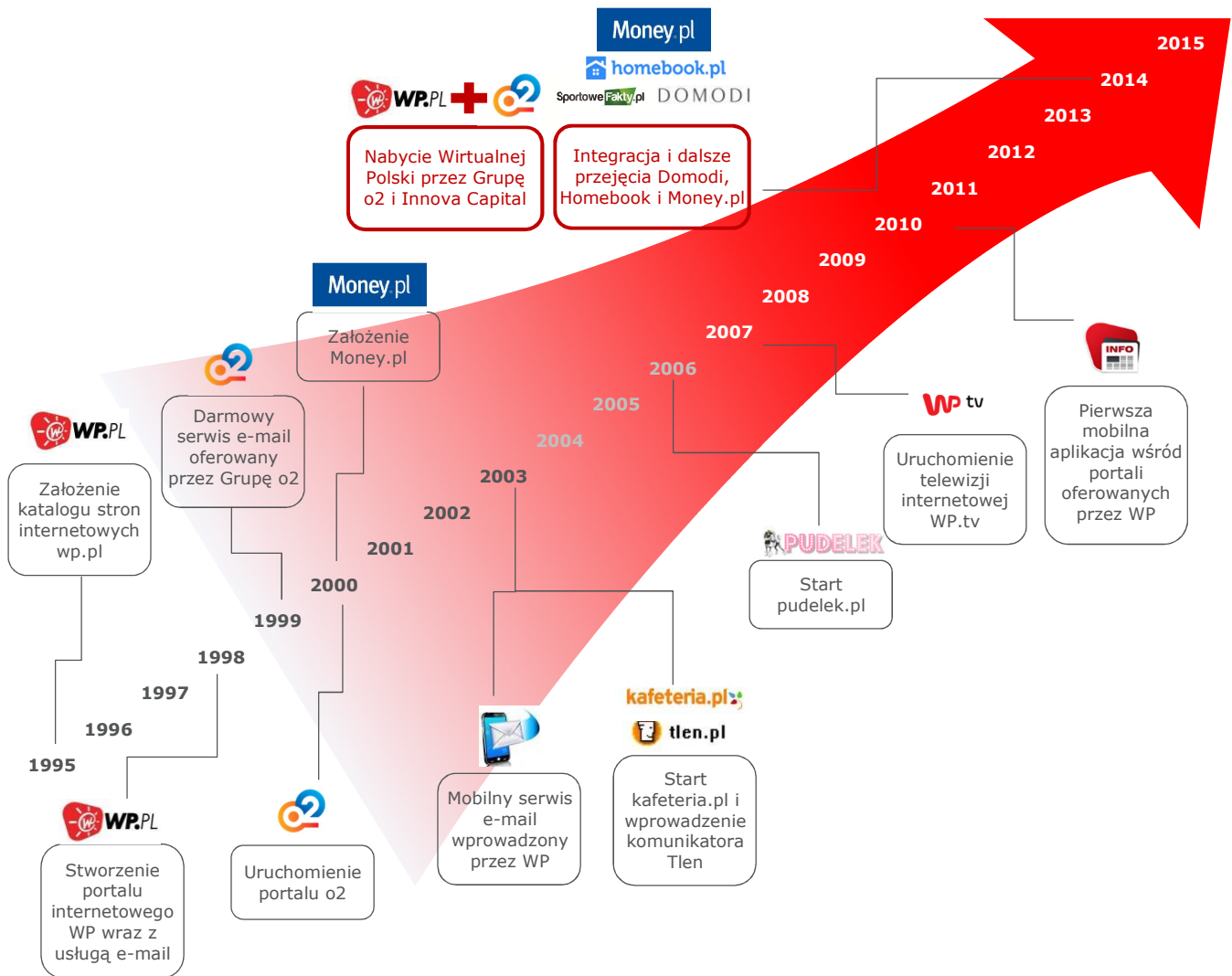
Sportowe Fakty

Portal sportowefakty.pl został przejęty w czerwcu 2014 za około 5,2 mln PLN (w tym płatności warunkowe na 1,3 mln PLN realizowane kwartalnie w ciągu 2 lat począwszy od 4Q'14). Na razie portal nie generuje istotnych przychodów, ale integracja w ramach Grupy powinna pozwolić w najbliższym czasie zmonetyzować jego potencjał.

Dobreprogramy

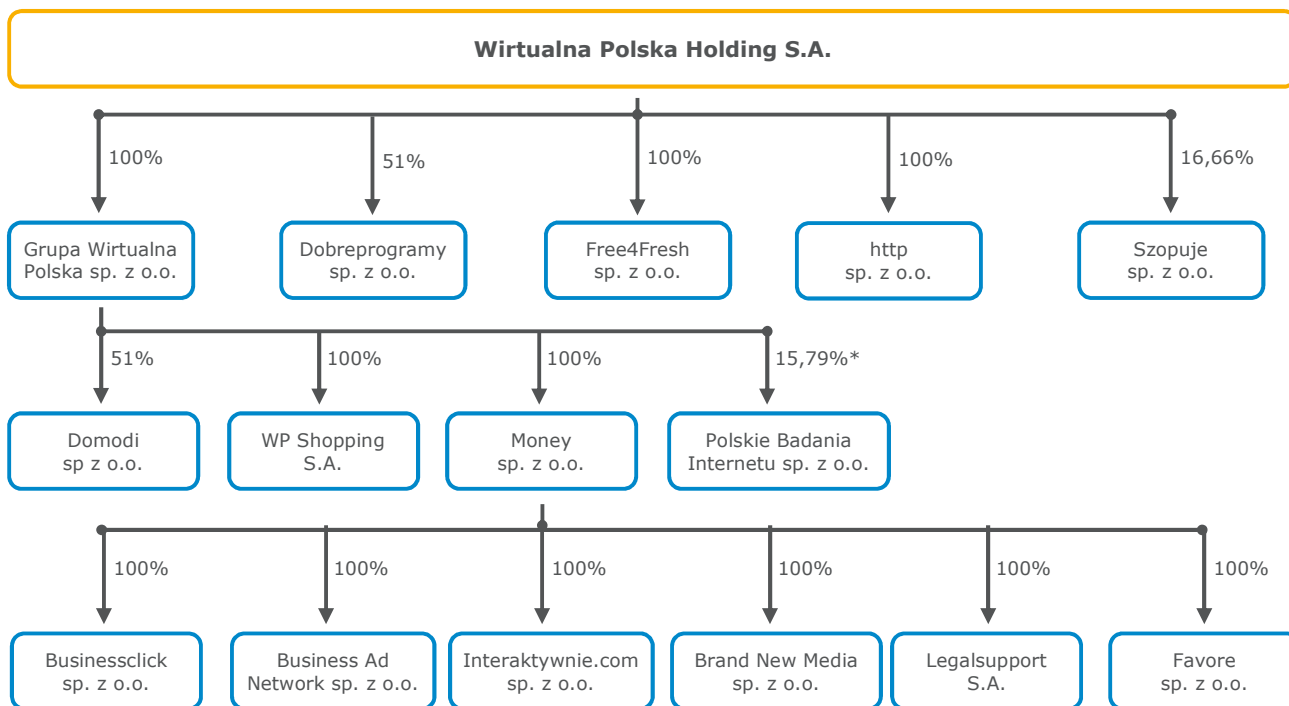
W listopadzie 2013 roku Grupa nabyła 51% udziałów w spółce dobreprogramy sp. z o.o. za 6,7 mln PLN. Przychody tego podmiotu w roku 2014 wyniosły 4,2 mln PLN. Dzięki tej akwizycji Grupa zbudowała ekspozycję nowe technologie.

Najważniejsze wydarzenia w historii Grupy



Źródło: Spółka

Struktura organizacyjna Grupy



Źródło: Spółka; *15,79% liczby głosów, 13,64% liczby akcji

Grupa Wirtualna Polska funkcjonuje w formule holdingu gdzie spółką nadrzędną jest Wirtualna Polska Holding S.A. Kluczową spółką zależną pierwszego stopnia jest Grupa Wirtualna Polska Sp. z o.o., która jest właścicielem głównych portali internetowych oraz skupia kompetencje redakcyjne i sprzedażowe (wspólny dział handlowy). W tym podmiocie znajduje się też ośrodek generowania znacznej marży Grupy (spółka holdingowa pobiera tylko wynagrodzenie za usługi zarządcze). Spółki Free4Fresh sp. z o.o. oraz http sp. z o.o. zajmują się wydawaniem serwisów wrzuta.pl i pudelek.pl (usługi sprzedają przez WP). Przyczyną wyodrębnienia tych serwisów do oddzielnych spółek zależnych było jak najlepsze zabezpieczenie interesu akcjonariuszy i odizolowanie od reszty aktywów Grupy ryzyka prawnego związanego z prowadzeniem części serwisów.

Profil działalności

Wirtualna Polska jest jedną z najbardziej znanych spółek internetowych w Polsce oraz jednym z największych uczestników rynku reklamy internetowej w Polsce. Grupa skupia znane polskie portale internetowe: WP, o2 (należące do grupy portali horyzontalnych) oraz portale wertykalne (wyspecjalizowane, tematyczne), takie jak: dobreprogramy (o tematyce nowych technologii, sprzętu komputerowego i nowoczesnego oprogramowania), money.pl (o tematyce finansowej), Domodi (o tematyce modowej), homebook.pl, Pudelek (portal plotkarski), sportowefakty.pl. Grupa rozwija się w zakresie generowanie tzw. leadów dla e-commerce, przekierowując ruch ze swoich witryn do sklepów internetowych oraz oferując usługi agregacji ofert z różnych kategorii. Większość ruchu na portalach wertykalnych pochodzi bezpośrednio z wejść za pośrednictwem portalu horyzontalnego wp.pl oraz serwisu e-mail gdzie następuje przekierowanie na portale wertykalne Grupy. Taki rodzaj przeprowadzenia kierunku ruchu na portalach umożliwia generowanie unikalnej synergii przychodów.

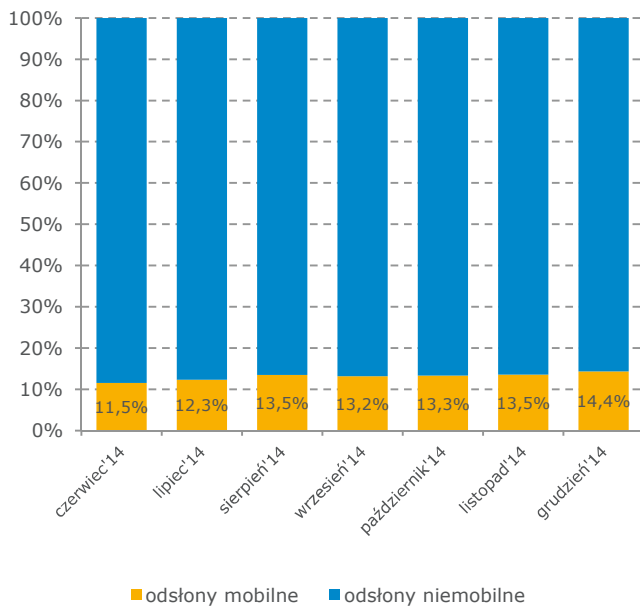
Rynek reklamy internetowej w Polsce według liczby aktywnych użytkowników

Numer	Nazwa	RU (mln)
1.		20,23
2.		16,84
3.		16,40
4.		15,63
5.		15,56
6.		15,33
7.		12,56
8.		11,03
9.		9,82
10.		8,68

Źródło: Wirtualna Polska, Megapanel PBI/Gemius, Grudzień 2014

Portale z Grupy Wirtualna Polska mają pierwszą pozycję pod względem real users (realny użytkownik – osoba, która dokonała co najmniej jednej odsłony na badanej witrynie w danym miesiącu) z wynikiem 15,6 mln. Większość ruchu WP pochodzi z wejść bezpośrednich (około 83%). Pozostały ruch w znacznej części to wejścia organiczne z różnych stron, przede wszystkim poprzez wyszukiwarke Google. Całkowitą liczbę odsłon możemy podzielić na 14,4% odsłon mobilnych i 85,6% niemobilnych w grudniu 2014 (badanie Megapanel). Mix odsłon zmienia się w kierunku mobilnych: w czerwcu 2014 odsłony mobilne stanowiły 2,8 p.p. mniej w całości odsłon niż w grudniu 2014, tj. 11,5%.

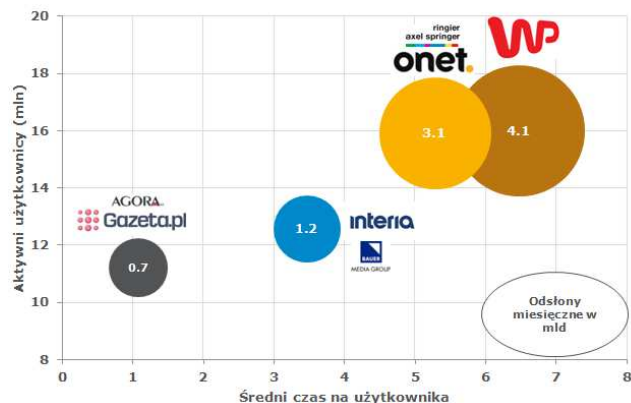
Odsłony mobilne vs. niemobilne w grupie portali WP



Źródło: Megapanel

Pod względem odsłon mobilnych Wirtualna Polska Holding jest graczem numer 1 z wynikiem 587 mln w grudniu (badanie Megapanel). Grupa ma czołową pozycję pod względem liczby odsłon witryn (4,1 mld w miesiącu) i pod względem średniego czasu spędzonego na stronie (6 godzin i 16 min miesięcznie). Grupa posiada największą bazę użytkowników poczty elektronicznej (5,7 mln realnych użytkowników poczty wp.pl oraz 2,6 mln realnych użytkowników poczty o2.pl). Grupa zajmuje drugą pozycję pod względem video streams (4,8 mln realnych użytkowników, 62 mln streamów).

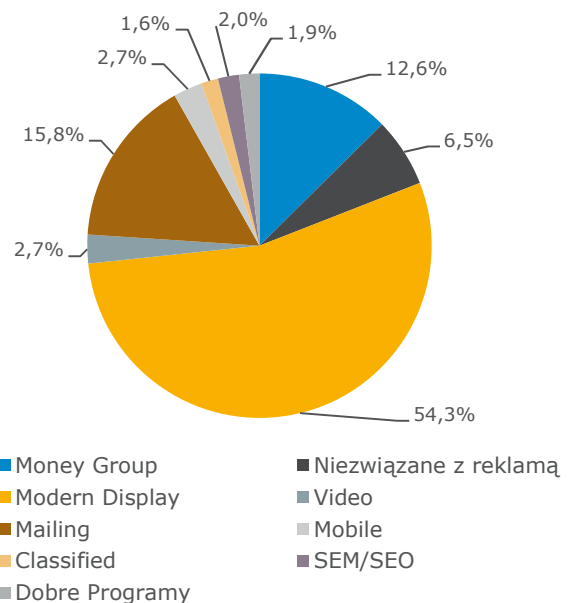
Pozycjonowanie WP na tle głównych konkurentów



Źródło: Wirtualna Polska

Podstawowym źródłem przychodów Grupy Wirtualna Polska jest sprzedaż reklamy internetowej w Polsce, która stanowiła 93% przychodów z wyłączeniem transakcji barterowych. Pozostałe 7% przychodów jest generowane z produktów odpłatnych m.in. gier, portali randkowych, spersonalizowanych diet oraz porad medycznych. Podstawowym źródłem przychodów w ramach działalności reklamowej jest display, którego udział w obrotach proforma w 2014 r. szacujemy na blisko 70%. Display jest to najpopularniejsza obok SEM forma reklamy w Polsce polegająca głównie na ekspozycji banerów reklamowych w serwisach internetowych. Reklamy Display oferowane są na pojedynczych serwisach internetowych, bądź też w formie pakietów tematycznych (np. mama, moda, lifestyle, zakupy, biznes, kobieta, mężczyzna, uroda i inne). Wirtualna Polska wykorzystuje do emisji display zarówno powierzchnię reklamową na serwisach wchodzących w skład jej portfela, jak i serwisy innych wydawców, na których dysponuje powierzchnią reklamową. W ostatnich kwartałach grupa WP stawiała na zmianę tradycyjnych banerów w kierunku nowoczesnych form. Drugim największym segmentem przychodów reklamowych jest tzw. mailing, czyli wysyłka treści reklamowych (w postaci boksów wyświetlanych na stronie po zalogowaniu) skierowana do szerokiej bazy użytkowników własnych kont pocztowych oraz baz innych usługodawców (grupa WP świadczy nieodpłatnie usługi poczty e-mail dla użytkowników indywidualnych). Mailing stanowił 16% przychodów proforma z wyłączeniem barteru w 2014 r. Wirtualna Polska jest także obecna w segmencie reklamy wideo (przez reklamy typu pre-roll, emitowane przed redakcyjnymi materiałami wideo na serwisach grupy WP, m.in. WP.TV Kafeteria TV, Pudelek TV, Wrzuta, Wiadomości WP, Finanse WP i innych) oraz w segmencie reklamy mobile (najczęściej przez formy graficzne emitowane na serwisach mobilny, formaty pełnoekranowe).

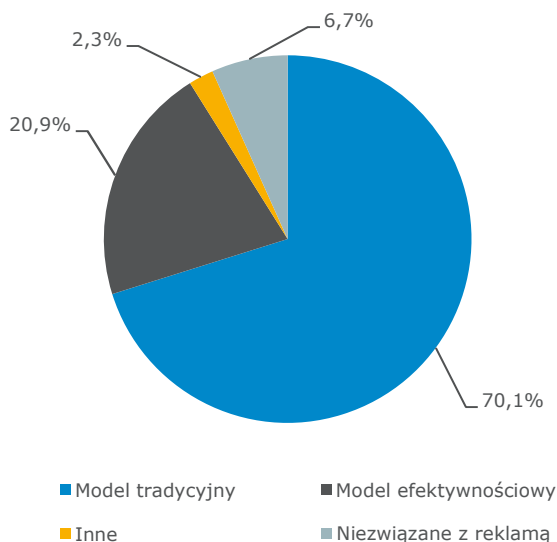
Podział przychodów proforma Wirtualnej Polski z wyłączeniem barteru na segmenty



Źródło: Wirtualna Polska

Oferowane przez spółkę usługi reklamowe rozliczane są w dwóch modelach: modelu tradycyjnym i modelu efektywnościowym.

Podział przychodów proforma Wirtualnej Polski z wyłączeniem barteru ze względu na model rozliczenia



W modelu tradycyjnym rozliczenie z domem mediowym bądź reklamodawcą następuje na podstawie liczby odsłon strony zawierającej reklamę (CPM – cost per mille, CPT – cost per thousand, CPV – cost per view) lub na podstawie stałej opłaty (flat fee). Model ten jest najczęściej wykorzystywany w kampaniach wizerunkowych. W modelu efektywnościowym wartość reklamy ustalana jest na podstawie liczby akcji wykonanych przez odbiorców reklamy np. liczbę kliknięć w daną reklamę, liczbę przejść do strony reklamodawcy, liczbę przejść zakończonych zakupem produktu reklamodawcy itd. (tzw. CPA – cost per action), liczbę wygenerowanych leadów (CPL – cost per lead), liczbę kliknięć w dane pole (CPC – cost per click) lub na podstawie prowizji od obrotów (CPS – cost per sale, CPO – cost per order). Model ten jest zwykle wykorzystywany w kampaniach sprzedażowych.

Źródło: Wirtualna Polska

Modele rozliczeń stosowane w WP

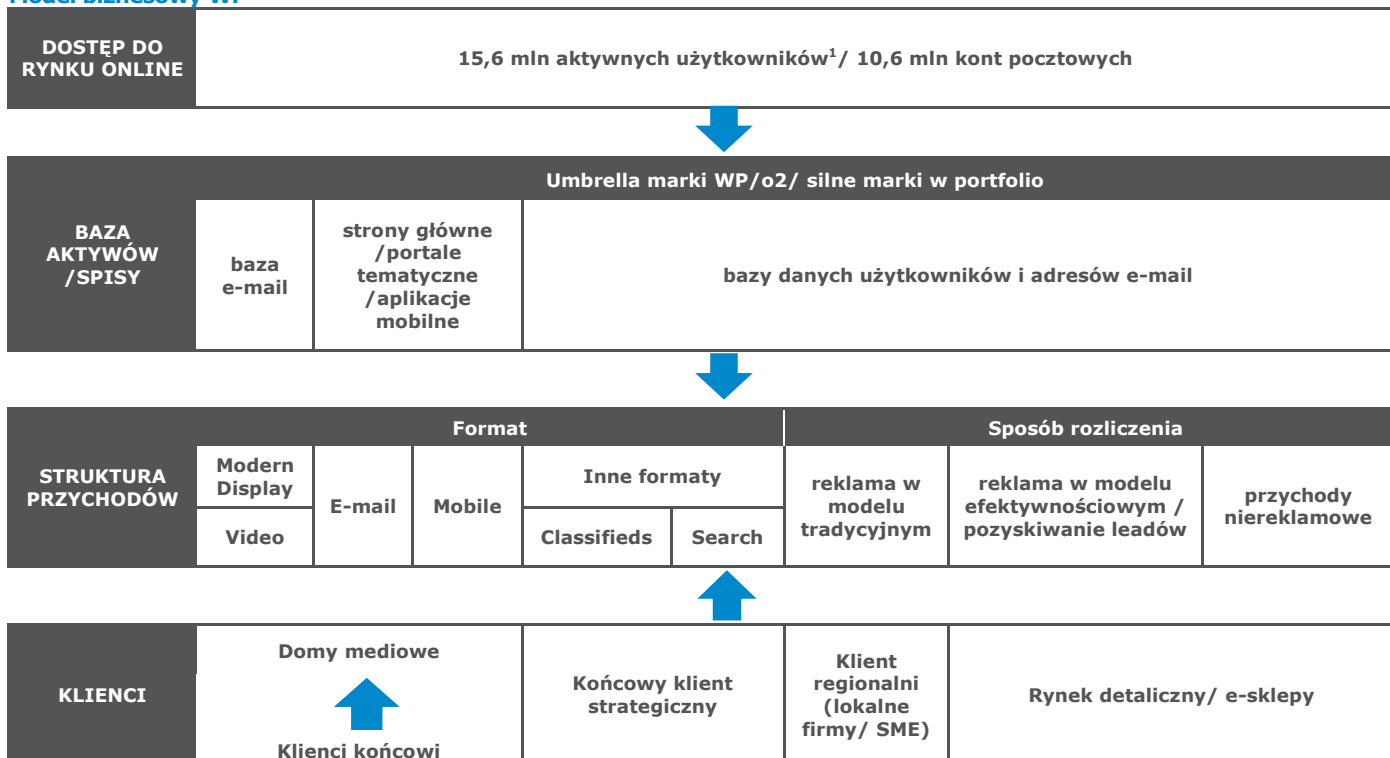
Reklama w modelu tradycyjnym	CPM (cost per mille) CPT (cost per thousand)	Opłata za 1,000 wyświetleń reklamy
	CPV (cost per view)	Opłata za reklamę video odtworzoną w całości
	FF (flat fee)	Opłata za określony czas reklamowy umieszczony na określonej powierzchni reklamowej (opłata stała, niezależna od liczby kliknięć i liczby wyświetleń reklamy)
Reklama w modelu efektywnościowym /Pozyskiwanie leadów	CPC (cost per click)	Opłata za kliknięcie w konkretną reklamę
	CPL (cost per lead)	Opłata za pozyskanie danych kontaktowych użytkownika, np. za wypełnienie formularza kontaktowego
	CPA (cost per action)	Opłata za wykonaną przez użytkownika określoną akcję (np. pobranie aplikacji, wypełnienie aplikacji, zapisanie się do newslettera lub inne)
	CPS (cost per sale) CPO (cost per order)	Opłata za dokonanie przez użytkownika zakupu Opłata za zrealizowane zamówienia, zlecenia

Źródło: Wirtualna Polska

Model działalności

Model działalności Grupy Wirtualna Polska polega na generowaniu ruchu na witrynach internetowych w ramach portali grupy, który jest odbiorcą treści reklamowych. Dla podtrzymania odpowiedniego ruchu Wirtualna Polska produkuje odpowiedni контент, głównie wewnątrz (na koniec 2014 roku Grupa zatrudniała 73 dziennikarzy, 28

publisherów i współpracowała z 64 pozostałymi: autorami tekstów, fotografami i kreatorami treści video) W skali miesiąca grupa produkuje ok. 30 tys. tekstów, 25 tys. fotografii, 430 materiałów video oraz wydaje 900 agencyjnych materiałów video (z wyjątkiem treści dostarczonych przez użytkowników).

Model biznesowy WP


Źródło: Wirtualna Polska, ,¹ Megapanel PBI/Gemius, Grudzień 2014

Pozycja konkurencyjna

Media internetowe wyróżniają się na tle innych mediów reklamowych dwiema podstawowymi cechami: są mierzalne oraz precyzyjne w dotarciu do tzw. grup targetowych. Targetowanie polega na emisji do użytkowników odpowiednio dobranych treści reklamowych, które są wyselekcjonowane na podstawie dotychczasowych zachowań Internauty. Wpływ na rodzaj wyświetlanych treści reklamowych mają przede wszystkim historia i częstotliwość odwiedzanych stron, kluczowe słowa wpisywane w wyszukiwarkach, a także rodzaj, źródło i przeznaczenie nadawanych wiadomości e-mail. Dzięki zastosowaniu nowoczesnych algorytmów obliczeniowych (tzw. Big Data) spółki internetowe są w stanie coraz precyzyjniej śledzić Internautów i na podstawie ich przeszłych zachowań w sieci wygenerować najbardziej prawdopodobne scenariusze ich przyszłych zachowań. Kluczem do zastosowania analizy Big Data jest posiadania szerokich danych o użytkownikach, stąd tylko najbardziej rozległe organizacje są w stanie zastosować analizę Big Data. Najbardziej konkurencyjnym medium dla Internetu jest telewizja. Mimo, że w dotarciu do 1000 tys. widzów, cena jest korzystniejsza, to jednak reklama internetowa jest bardziej efektywna (w dotarciu do szczegółowo planowanych grup użytkowników). Internet ma w przeciwieństwie do prasy dużo większy zasięg dzienny. Zwracamy także uwagę, że WPH może, w przeciwieństwie do stacji telewizyjnych, personalizować content także na portalach horyzontalnych (WPH zamierza w 3Q'15 rozpocząć indywidualny dobór wyświetlanych treści na głównej stronie wp.pl)

Charakterystyka mediów działających w Polsce

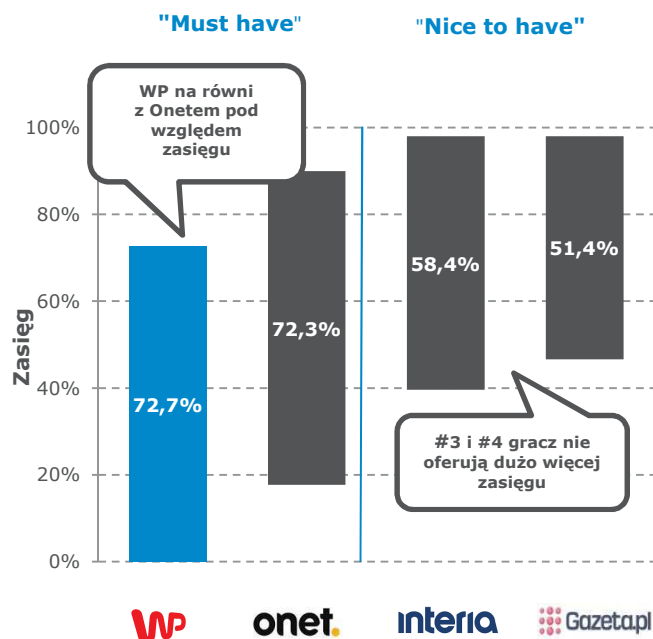
	WP	TVN	Polsat	Gazeta	Fakt	Radio Zet
Rodzaj medium	Online	TV	TV	Print	Print	Radio
Zasięg dzienny (mln)	8,6 ¹	15,1 ²	15,3	0,25 ³	0,50 ³	5,9 ⁸
Średni dzienny czas na widza (min)	14	57	59	b.d.	b.d.	39
# dziennikarzy	165 ^{1,4}	543 ⁵	585 ⁶	b.d.	b.d.	b.d.
Marketing docelowy?	tak	nie	nie	nie	nie	nie
Marketing mierzalny?	tak	nie	nie	nie	nie	nie
Przychody reklamowe za ostatnie zaraportowane 12 miesięcy (mln PLN)	216*	1 304	853 ⁶	113	b.d.	174 ⁷

*ex. Barbers

Źródło: Wirtualna Polska, Megapanel PBI/Gemius, Dom Maklerski mBanku
¹ Gemius Traffic, średnia dzienna UU (w dniach 02-08.02.2015), ² Nielsen za Wirtualnemedial.pl, min. 15 min. dziennie, ³ ZDKP badanie prasy, ⁴ łącznie dziennikarze zewnętrzni i wewnętrzni, ⁵ 2014 Grupa TVN Raport Roczny, ⁶ Cyfrowy Polsat Prospekt z dnia 28.04.2014, ⁷ Monitor Polski B, ⁸ Radio Track

Wirtualna Polska jest uczestnikiem rynku o wysokim poziomie konkurencji. Na polskim rynku obecne są cztery główne portale horyzontalne: Wp.pl, Onet.pl, Interia.pl, Gazeta.pl. Wirtualna Polska jest razem z Onetem pierwszym wyborem reklamodawców w obszarze reklamy internetowej (zwłaszcza w zakresie kampanii wizerunkowych) ze względu na duży zasięg. To także ważne z punktu widzenia ceny. Budżety są przydzielane począwszy od gracza oferującego największy zasięg w celu ograniczenia ilości odpadów reklamowych. To dlatego nr 1 i 2 w Polsce otrzymują premię lidera przed graczami 3 i 4.

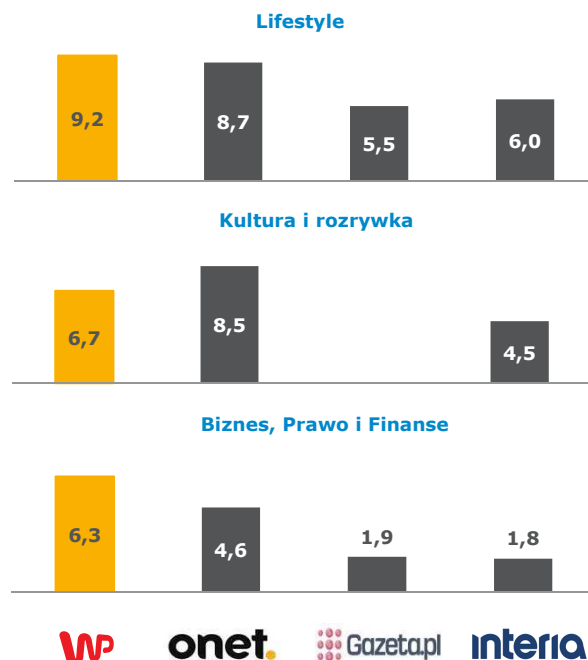
Planowanie kampanii – przykład



Źródło: Wirtualna Polska, Megapanel PBI/Gemius, Grudzień 2014

W ostatnich kwartałach dużym zainteresowaniem cieszą się portale wertykalne (tematyczne, wyspecjalizowane). To odzwierciedlenie trendu fragmentaryzacji, powszechnego także w innych mediach na rynku polskim i zagranicznym. Dla przykładu udział stacji głównych (TVN, Polsat, TVP 1 i TVP 2) w oglądalności całodobowej spadł z poziomu 58,2% w lutym'12 o 14 p.p. do poziomu 44,2% w lutym'15 w skutek rosnącej popularności stacji tematycznych (na co dodatkowy wpływ miała cyfryzacja telewizji naziemnej). Strategia grup komercyjnych (TVN i Polsat) polegała i w dalszym ciągu polega na wzroście aktywności na kanałach tematycznych, tak aby suma oglądalności kanałów w grupach pozostawała na stabilnym poziomie. Podobny trend zainteresowania kontentem specjalistycznym widzimy na rynku portali internetowych w Polsce. Trend ten stanowi zagrożenie dla portali horyzontalnych, które w wypadku niesprostania coraz większym wymaganiom użytkowników stoją przed ryzykiem spadku popularności i pogorszenia zasięgu, a w konsekwencji pogorszenia pozycji konkurencyjnej. Grupa Wirtualna Polska zaczęła inwestować w rozwój silnych marek w określonych kategoriach tematycznych. Obecnie Grupa posiada portfel około 40 portali wertykalnych, spośród których część (np. pudelek.pl, wrzuta.pl) cieszy się popularnością i rozpoznawalnością marki w poszczególnych kategoriach tematycznych. Dodatkowo, w przeciwieństwie do głównych kanałów TV, portale horyzontalne mają możliwość odsyłania ruchu do siebie samych (tj. przekierowują użytkowników na podstrony tematyczne). Na chwilę obecną nie widzimy też istotnych spadków w liczbie realnych użytkowników głównego portalu wp.pl.

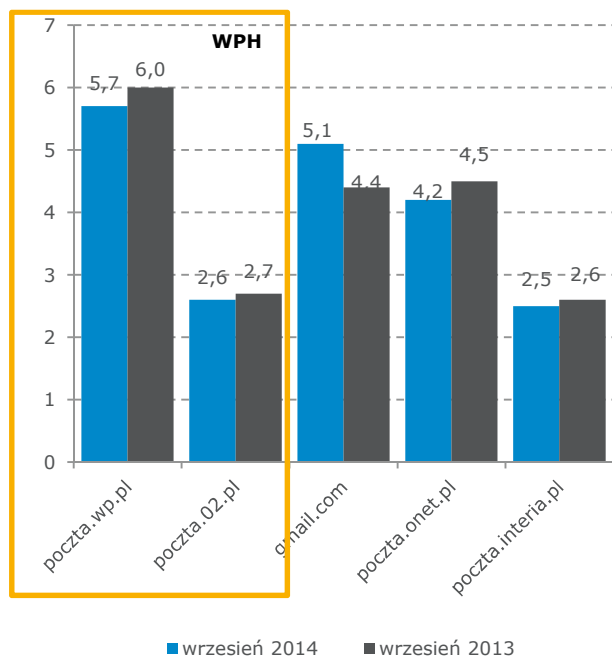
Silne kategorie tematyczne (wg Gemius) według liczby aktywnych użytkowników (mln)



Źródło: Wirtualna Polska

WPH na wrzesień 2014 była największym dostawcą usług poczty elektronicznej w Polsce z 8,0 mln realnych użytkowników, w tym: 5,73 mln realnych użytkowników witryny poczta.wp.pl (którzy wykonali 1,38 mld odsłon, w tym 19,1 mln PLN odsłon mobilnych, tj. 1,4% całości odsłon), 2,68 mln realnych użytkowników serwisu poczta.o2.pl (ok. 0,4 mln użytkowników pokrywa się). Statystyki prezentują się lepiej niż dla Onetu: 4,24 mln użytkowników, którzy wykonali 617 mln PLN odsłon (w tym 4,2 mln odsłon mobilnych). Statystyki dla poczta.wp.pl pogorszyły się w ciągu roku: liczba spadła z 6,02 mln realnych użytkowników do 5,73 mln w ciągu roku (tj. -4,8%), podobnie jak dla poczta.o2.pl (2,56 mln real users we wrześniu 2014 i 2,68 mln rok wcześniej) oraz dla innych znanych portali (poczta.onet.pl miała we wrześniu 2014 wynik 4,24 mln vs. 4,49 mln, poczta.interia.pl odpowiednio 2,49 mln vs. 2,59 mln). Spadki użytkowników kont pocztowych największych polskich portali horyzontalnych jest związany z rosnącą popularnością usługi gmail.com. Poczta Google zyskała w ciągu roku 648 tys. realnych użytkowników i osiągnęła wynik 5,09 mln na koniec września 2014 (tj. +14,6%).

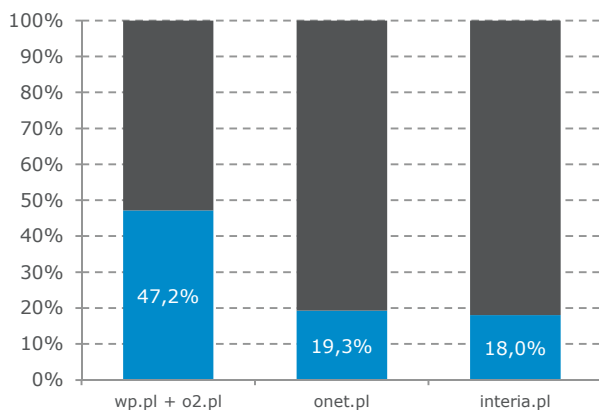
Realni użytkownicy kont pocztowych w Polsce (mln)



Źródło: Megapanel PBI/Gemius

Analizując wrześniowe wyniki ruchu na portalach horyzontalnych zwracamy uwagę, że liczba odsłon i realnych użytkowników generowanych przez serwisy pocztowe wp.pl w stosunku do całego ruchu jest większa niż w przypadku onet.pl i interia.pl.

Relacja odsłon serwisów pocztowych (zaznaczone na niebiesko) do całości odsłon portalu



Źródło: Megapanel PBI/Gemius

Do przewag konkurencyjnych Wirtualnej Polski należą:

- (1) W grudniu 2014 roku oferowała jeden z największych zasięgów w ramach polskich portali horyzontalnych; duża świadomość użytkowników (83% wejść bezpośrednich), co implikuje relatywnie małe uzależnienie od polityki Google w ramach przekierowań na inne portale.
- (2) W grudniu 2014 roku posiadała wiodącą pozycję wśród polskich portali horyzontalnych pod względem wyników dot. segmentu mobilnego, który odniesie w najbliższym czasie najwyższe dynamiki przychodów.
- (3) Innowacyjne podejście do biznesu oraz dostęp do dużej bazy danych o użytkownikach, co przyniesie Grupie poprawę targetowania przy pomocy analiz BigData.

- (4) Rozwinięta oferta portali tematycznych i posiadanie agregatorów ofert (Domodi w kategorii moda i Homebook w kategorii wystroju wnętrz), co daje Grupie ekspozycję na rosnący segment sklepów internetowych.
- (5) Kompetentny i doświadczony Zarząd obecny w Grupie od początku działalności (Jacek Świdorski, Michał Brański i Krzysztof Sierota są w spółce od założenia w 1998).

Kanały sprzedażowe

Usługi reklamowe są oferowane klientom przez spółkę w kilku kanałach sprzedażowych. Najważniejszym jest sprzedaż za pośrednictwem domów mediowych, z której pochodzi około 30% wpływów reklamowych realizowanych przez spółkę. Sprzedaż w tym segmencie wiąże się z prowizjami dla domów mediowych od sprzedanych reklamodawcom usług. Siła przetargowa największych grup medialnych może wpływać na wartość takich prowizji. Domy mediowe obsługują przede wszystkim globalne budżety reklamowe, stąd segment ten jest w ostatnich latach bardziej podatny na koniunkturę w światowej gospodarce. Niemal 30% przychodów generowane jest nie przez domy mediowe, a przez 10 głównych klientów. Kolejnymi kanałami dystrybucji są sieci afiliacyjne (programy partnerskie) oraz regionalne biura sprzedaży. Ich zaletą jest wyższa rentowność wynikająca z pominięcia w kanale sprzedażowym pośredników.

Główni klienci Grupy WP

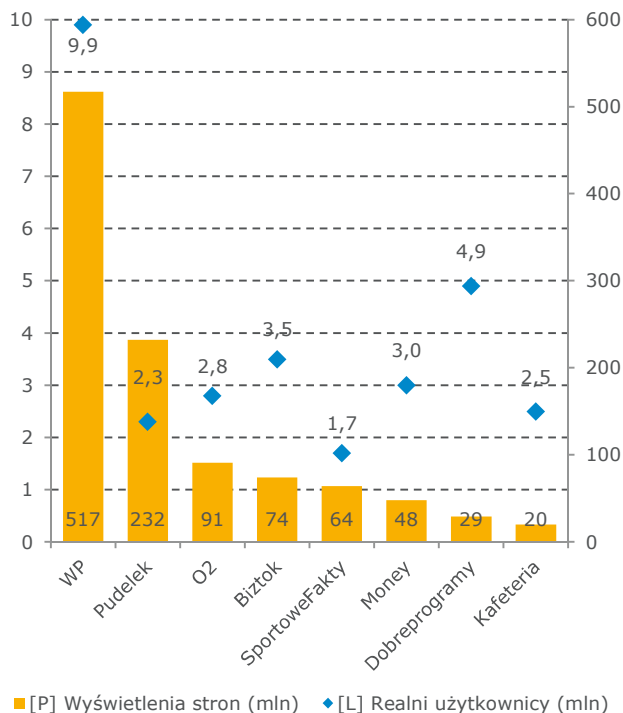
Sektor	Firma
Domy mediowe	Starcom, Starlink, Zenith Optimedia, Mediacom, Mediavest, UM, OMD, LOWE Media, Online Media Group, K2 Media
Finanse	Getin Noble, Idea Bank, mBank, Alior Bank, BZ WBK
Usługi	Tax Care, Home Broker, Open Finance, home.pl
TMT	Orange, T-mobile, Plus, UPC, Netia, Play
Detal	Unilever, Nestle, Tchibo, L'Oreal, Nivea, Kompania Piwowarska, Nike
Samochodowy	Toyota, Renault, Opel, Volkswagen, Skoda, Ford
E-commerce	Allegro, Westwing

Źródło: Wirtualna Polska

Kontent i najważniejsze portale grupy

Największym portalem Grupy jest Wirtualna Polska, która w grudniu ubiegłego roku posiadała 9,9 mln realnych użytkowników oraz 517 mln wyświetleń stron (Megapanel PBI/Gemius). Drugi horyzontalny portal w Grupie – o2 – jest pod względem liczby realnych użytkowników (2,8 mln) o ponad 70% mniejszy od Wirtualnej Polski, a pod względem wyświetleń stron (91 mln) o ponad 80% mniejszy. Najważniejszym wertykalnym portalem Grupy jest Pudelek. Chociaż ustępuje on pod względem liczby realnych użytkowników kilku innym serwisom Grupy, Pudelek miał w grudniu 2014 r. aż 232 mln wyświetleń stron, niemal 5x więcej niż średnio pozostałe kluczowe portale wertykalne spółki. Pudelek charakteryzuje się ponadto zdecydowanie najdłuższym czasem spędzonym średnio przez użytkownika na stronie (2 godz. 25 min. w grudniu 2014 r.). Pozostałe kluczowe portale spółki (Biztok, SportoweFakty, Money, Dobreprogramy oraz Kafeteria) mają 1,7-4,9 mln realnych użytkowników oraz 20-74 mln wyświetleń stron w miesiącu (dane na grudzień 2014 r.).

Liczba realnych użytkowników oraz wyświetleń stron na najważniejszych portalach Grupy WP w grudniu 2014 r.



Źródło: Megapanel PBI/Gemius

Wirtualna Polska (wp.pl) jest pierwszym horyzontalnym portalem WPH założonym w 1995 roku, posiadającym obecnie największy zasięg w Polsce – ponad 70% w grudniu 2014 r. Oferuje on usługi e-mail (pierwsza bezpłatna poczta w Polsce), TV, czat, materiały video oraz gry. Każdego dnia na portalu publikowanych jest około 800 nowych artykułów. Wp.pl stanowi platformę, za pośrednictwem której spółka stara się budować popularność i markę wortalu poprzez zamieszczanie odnośników do treści swoich portali wertykalnych. Poczta.wp.pl posiada 7,4 mln aktywnych kont i oferuje nielimitowaną powierzchnię na dysku, możliwość wysyłania załączników do 100 MB, dostęp do zdalnego dysku o pojemności 5 GB, na którym można magazynować dane.

o2 (o2.pl) założony w 2000 roku jest najmłodszym horyzontalnym portalem w Polsce, a zarazem czwartym pod względem wielkości. Portal o2.pl (podobnie jak wp.pl) pomaga zwiększyć popularność wortalu poprzez odnośniki na portalu horyzontalnym. Niewielka część zawartości portalu jest produkowana wewnętrznie. Poczta.o2.pl posiada 3,7 mln aktywnych kont, umożliwia wysyłanie załączników do 100 MB oraz oferuje 30 GB pojemności na zdalnym dysku.

Pudelek jest najpopularniejszym w Polsce serwisem poświęconym celebrytom. Oprócz artykułów oraz materiałów zdjęciowych portal oferuje rozbudowaną treść video na stronie pudelek.tv. Ponad 70% wejść na serwis Pudelek stanowią wejścia bezpośrednie.

Money zakupiony przez WP w grudniu 2014 roku (istniejący od 2000 r.) jest serwisem specjalizującym się w obszarach finansów, biznesu i gospodarki. Jako jeden z pierwszych serwisów internetowych postawił na rozwój redakcji i publikowanie autorskich treści. Redakcja cyklicznie publikuje rankingi produktów finansowych. Wśród funkcjonalności oferowanych przez portal jest możliwość zakupu usług i produktów finansowych w Internecie oraz pomoc w zarządzaniu budżetem domowym.

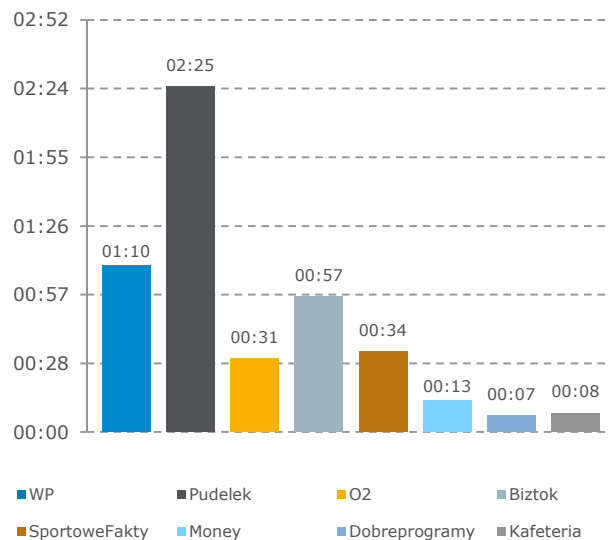
Kafeteria jest jednym z największych w Polsce serwisów społecznościowych przeznaczonym dla kobiet. Portal posiada rozbudowaną zawartość video oraz forum dla użytkowników.

SportoweFakty został zakupiony przez WP w czerwcu 2014 roku. Serwis o tematyce sportowej, specjalizuje się w żużlu, koszykówce, piłce ręcznej siatkówce oraz tenisie. Około 70% kontentu portalu jest produkowane wewnętrznie.

Dobreprogramy to najbardziej popularny serwis o tematyce nowych technologii. Posiada największą w Polsce bazę danych z aplikacjami, publikuje aktualności, artykuły techniczne, testy sprzętu i filmy o treści ze świata IT.

Biztok, powstały w 2010 roku, jest portalem poświęconym tematyce biznesu i gospodarki. Publikuje również treści na temat stylu życia, motoryzacji oraz nowych technologii.

Czas spędzony miesięcznie przez użytkownika na głównych portalach WPH w grudniu 2014 r. (gg:mm)



Źródło: Megapanel PBI/Gemius

Strategia rozwoju

Misją spółki jest „*bycie partnerem pierwszego wyboru Polaków, dostarczającym opiniotwórcze informacje, rozrywkę i usługi oraz inspirację w codziennych decyzjach*”. Inaczej mówiąc, Grupa WP chce osiągnąć pozycję głównego medium informacyjno-kulturalno-rozrywkowego w Polsce.

Filary strategii

FILARY WZROSTU			
MOBILE	VIDEO	E-COMMERCE	BIG DATA
STABILNE FUNDAMENTY			
MODERN DISPLAY		E-MAIL	

Źródło: Spółka

Grupa opiera swój przyszły rozwój o **nowoczesny display, w tym video online**. Opierając się na 2 posiadanych portalach horyzontalnych oraz około 40 portalach wertykalnych Grupa dociera do odbiorców najistotniejszych kategorii tematycznych. W oparciu o posiadane serwisy Grupa zamierza zwiększyć swój udział rynkowy w reklamie display. Zamierza to osiągnąć między innymi dzięki poprawie jakości i atrakcyjności publikowanych treści. W tym celu w sierpniu 2014 r. wprowadzona została „Polityka Wydawnicza WP” zawierająca wytyczne dla redakcji. Spółka wykorzystuje technikę tzw. Big Data do lepszej personalizacji treści udostępnianych użytkownikom, co powinno w przyszłości pozytywnie wpłynąć na liczbę odsłon i czas spędzony na stronie przez użytkownika. W zakresie rozwoju reklamy video Grupa zamierza rozwijać segment średnich i krótkich form, które w jej ocenie są najbardziej perspektywiczne oraz nie wymagają znacznych nakładów kapitałowych. W styczniu 2015 r. działalność rozpoczęło studio filmowe, w których będą powstawać autorskie produkcje Grupy. Całkowity koszt powyższej inwestycji wyniósł 4,0 mln PLN. Rozwijany będzie serwis wp.tv, który stanie się repozytorium wewnętrznym i zewnętrznym treści wideo.

Kolejnym strategicznym filarem Grupy jest mobile. Spółka ma zamiar zdobyć i utrzymać pozycję lidera reklamy mobilnej, która według szacunków ZenithOptimedia będzie rosła w latach 2014-2017 w tempie 38% rocznie (6-krotnie szybszym niż reklama na urządzenia stacjonarne). Celem Grupy jest by każdy oferowany serwis posiadał wersję mobilną. Obecnie jest ona oferowana w przypadku Wirtualnej Polski oraz kilku portali wertykalnych. W ramach strategii mobilnej, Grupa zamierza skoncentrować się na rozwoju aplikacji mobilnych, w tym rozwijać produkty dedykowane specjalnie na tablety.

Grupa ponadto zamierza w pełni wykorzystać dostęp do największej w Polsce grupy użytkowników e-mail. Baza ta umożliwi wysyłkę dobrze dopasowanych reklam do największej grupy odbiorców w Polsce. W celu zwiększenia retencji użytkowników Grupa zamierza kontynuować wprowadzenie nowych funkcjonalności poczty elektronicznej. W ostatnim czasie Grupa wprowadziła usługę segregatora, umożliwiającą porządkowanie wiadomości elektronicznych oraz usługę wysyłania przesyłek autoryzowanych (DKIM), co zwiększa zaufanie do usługi poczty elektronicznej.

W obszarze e-commerce Grupa zamierza rozwijać działalność w najbardziej rentownych kategoriach tematycznych, w których posiada jednocześnie silną pozycję rynkową: moda, finanse osobiste, zdrowie i uroda i dekoracja wnętrz. Ostatnie działania w realizacji strategii e-commerce były związane z rozwojem serwisów Domodi i Homebook, zakupionych w 2014 r. Pod koniec ubiegłego roku Grupa zainwestowała w portal Money.pl, który posiada rozwinięte narzędzia do dokonywania zakupów usług finansowych w sieci.

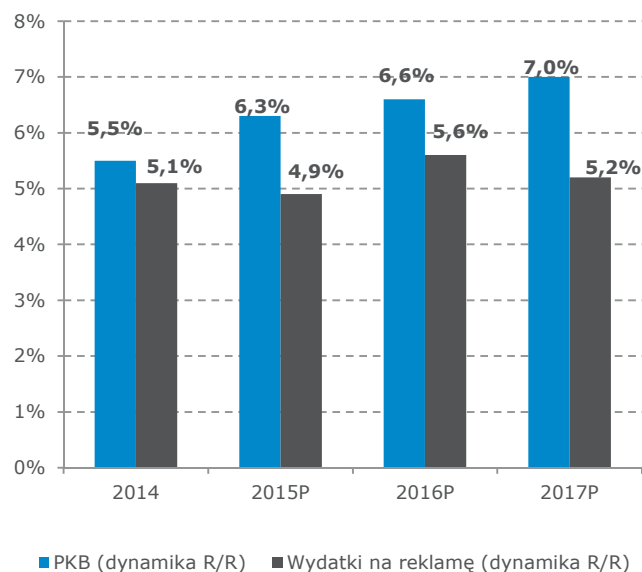
Rozwój opisanych powyżej obszarów ma być wsparty akwizycjami podmiotów, które świadczą usługi komplementarne lub podobne do oferowanych przez Grupę. Spółka jeszcze nie wybrała celów akwizycyjnych, niemniej poszukiwane są przede wszystkim podmioty, działające w segmencie e-commerce oraz prowadzące portale wertykalne.

Charakterystyka globalnego rynku

Trendy na światowym rynku reklamy

Według szacunków domu mediowego ZenithOptimedia światowy rynek reklamy powinien rosnać w tempie 4,9% w 2015 roku osiągając 545 mld USD. Oczekiwana dynamika wzrostu wydatków na reklamę ma być poniżej tempa wzrostu światowego PKB w latach 2014-17P.

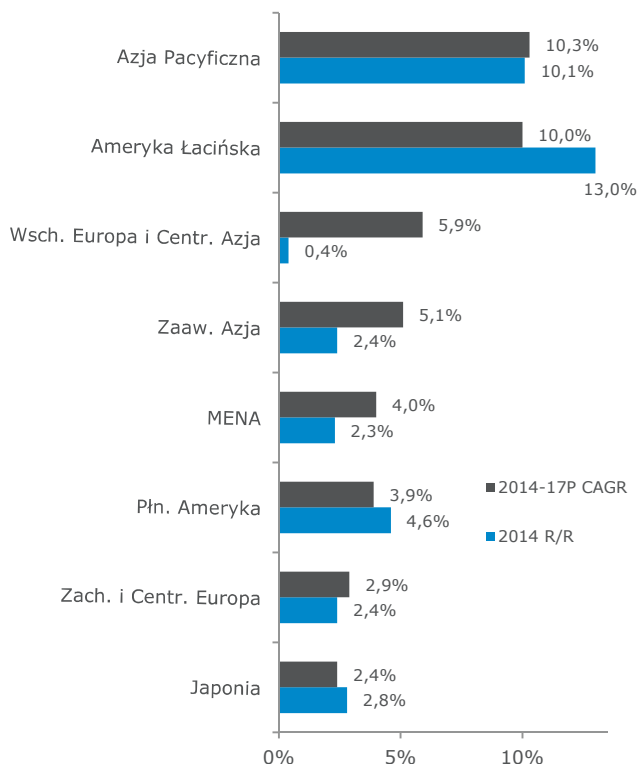
Wzrost globalnego rynku reklamowego vs. dynamika globalnego PKB w latach 2014-17P



Źródło: ZenithOptimedia, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z założeniami domu mediowego ZenithOptimedia, gros wzrostu światowego rynku reklamy ma wynikać z utrzymania mocnej dynamiki w regionie Ameryki Łacińskiej (+10% 2014-17P CAGR) oraz Azji Pacyficznej (+10,3% 2014-17P CAGR). Stabilne tempo wzrostu powinno utrzymać się w regionie Północnej Ameryki (+3,9% 2014-17P CAGR), Bliskiego Wschodu i Północnej Afryki, Zaawansowanej Azji oraz Wschodniej Europy i Środkowej Azji. Zachodnia i Centralna Europa zaliczają się do grupy regionów najwolniej rosnących (+2,9% 2014-17P CAGR).

Wzrost rynku reklamowego w podziale na regiony

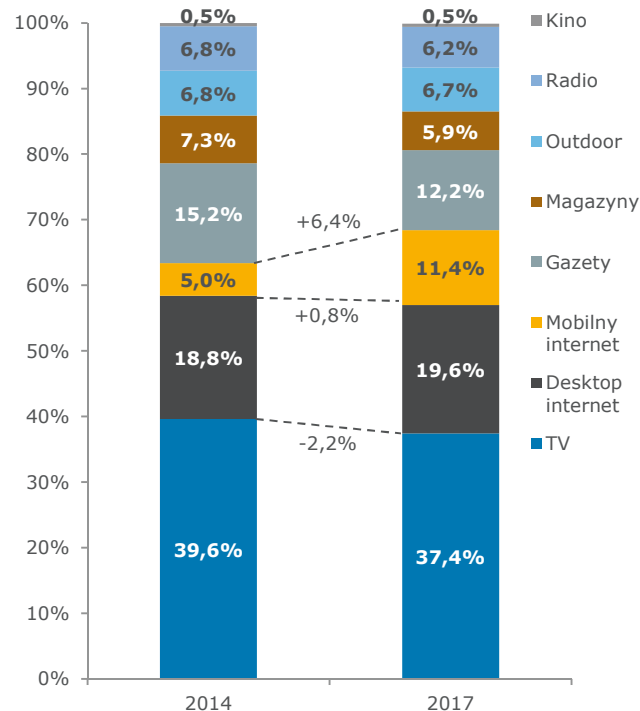


Źródło: ZenithOptimedia, Dom Maklerski mBanku

Mobile oraz desktop najszybciej rosnącymi kanałami reklamy

Segment mobile w 2014 roku odpowiadał za 5% globalnego rynku reklamy, jednak w związku z coraz większą popularnością urządzeń mobilnych z dostępem do internetu i łatwym dostępem do konsumenta, udział tego kanału powinien się powiększyć do 11,4% w 2017 roku (szacunki ZenithOptimedia). Drugim pod względem wzrostu powinien pozostać segment Internet/desktop, którego udział powinien wzrosnąć z 18,8% w 2014 roku do 19,6% w 2017 roku. Segment TV nadal będzie stanowił największą część rynku, jednak jego udział nieznacznie się zmniejszy z 39,6% w 2014 roku do 37,4% w 2017 roku. Zmiany trendów na rynku mediów powodują, iż różnica procentowa pomiędzy wydatkami na reklamę online wraz z segmentem mobile a wydatkami na reklamę telewizyjną powinna spaść z 15,8% w roku 2014 do 6,4% w 2017 roku.

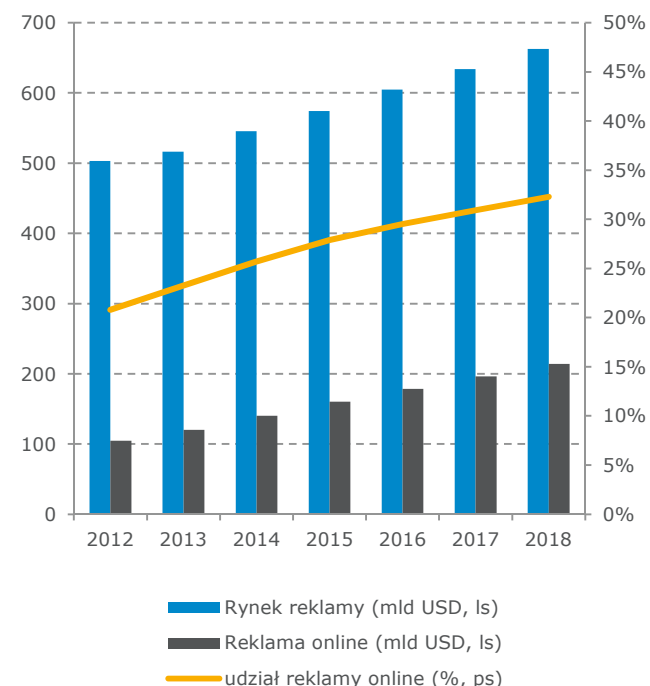
Zmiany w strukturze globalnych wydatków reklamowych w latach 2014-17P



Źródło: ZenithOptimedia, Dom Maklerski mBanku

Wzrost wartości rynku online jest szacowany na poziomie 11,1% 2014-18P CAGR (dane: eMarketer), co stanowi wartość ponaddwukrotnie większą niż szacowane 5% 2014-18P CAGR dla globalnego rynku reklamy. Według szacunków agencji eMarketer rynek reklamy online będzie miał 32,3% udziału w rynku w 2018P roku vs. 25,7% dla 2014 roku.

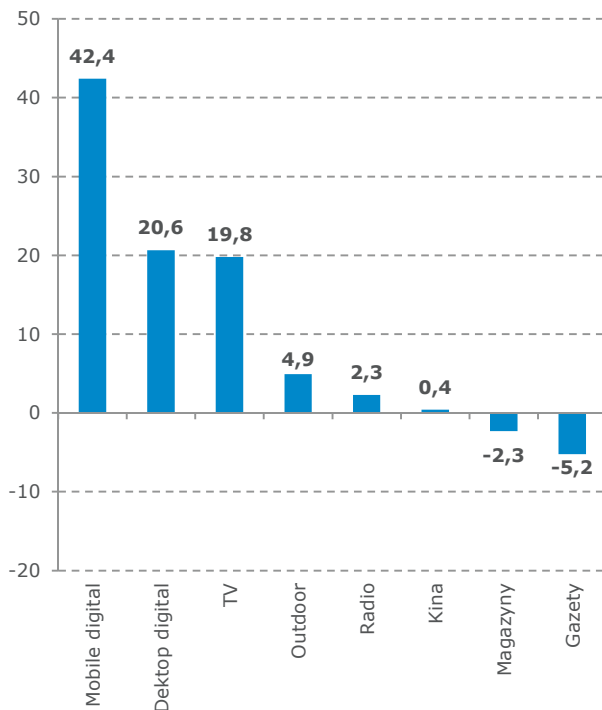
Wydatki na globalny rynek reklamy z wyszczególnieniem reklamy online w latach 2014-18P (mld USD)



Źródło: eMarketer, Dom Maklerski mBanku

Coraz lepszy dostęp do internetu, jak również polepszający się mobilny dostęp do gazet, magazynów i filmów sprawia, że to właśnie wydatki marketingowe skupione na mobile i internet/desktop mają być fundamentem wzrostu globalnego rynku reklamy w latach 2014-17P. Oba te segmenty mają odpowiadać za 76% całkowitych wydatków (dane ZenithOptimedia), co można podzielić na 51% dostarczonych w ramach mobile oraz 25% dostarczonych przez desktop. TV ma być trzecim kanałem pod względem kontrybucji do wzrostu globalnego rynku reklamy odpowiadając za 24% wydatków w latach 2014-17P. Mniejszy wzrost ma zostać odnotowany w kanale outdoor, radio i kina. W defensywie pozostaną magazyny i gazety.

Wydatki na globalny rynek reklamy w podziale na kanały w latach 2014-17P (mld USD)

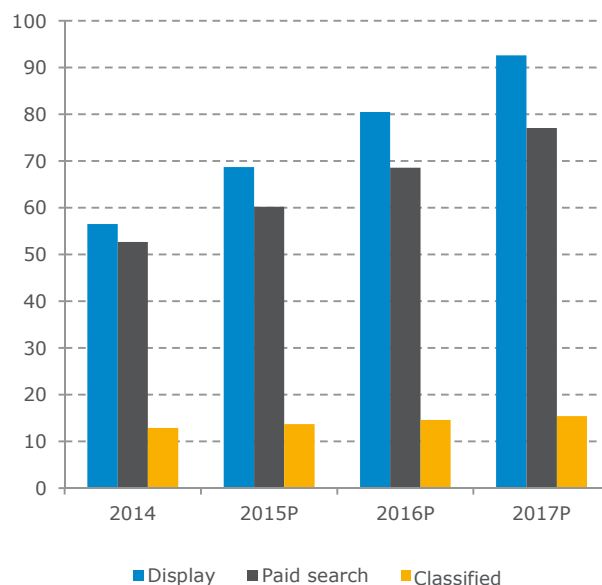


Źródło: ZenithOptimedia, Dom Maklerski mBanku

Wydatki na kanał internetowy będą rosły dwucyfrowo

Kanał internetowy już od kilku lat jest najmocniej rosnącym medium reklamy. Według szacunków ZenithOptimedia wydatki marketingowe na kanał internetowy powinny rosnąć w tempie 16,9% R/R w 2014 roku oraz szacowane jest że będą utrzymywały dynamikę 15% CAGR w latach 2015-17. Spośród podkategorii zaliczanych do kanału internetowego, najszybsze tempo 18% CAGR 2014-17P powinien utrzymać kanał display (klasyczne bannery, online video i social media). Drugą pod względem dynamiki wzrostu będzie paid search (usługa rozwijana w ramach wyszukiwarek internetowych, która pozwala na lepsze dopasowanie oferty do potrzeb klienta), który powinien rosnąć w średniorocznym tempie na poziomie 14% w latach 2014-17P.

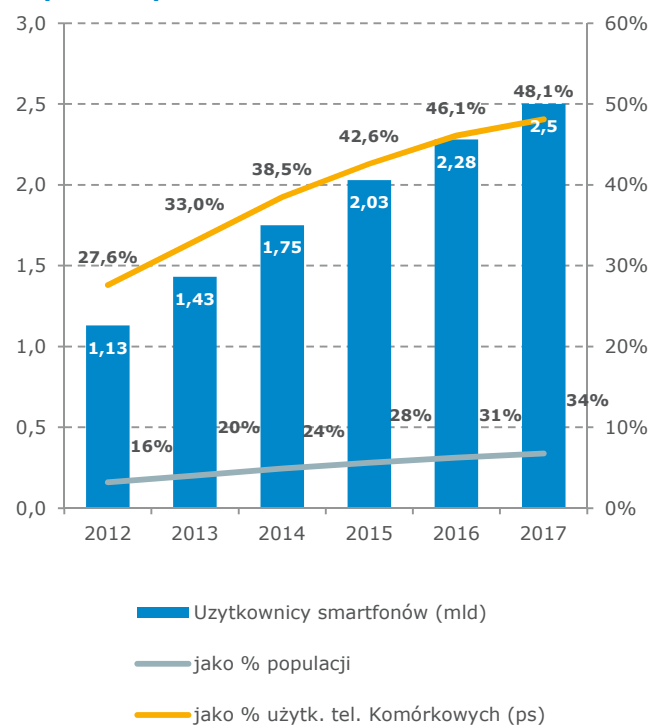
Szacunki wydatków na reklamę w podziale na segmenty medium internetowego w latach 2014-17P (mld USD)



Źródło: ZenithOptimedia, Dom Maklerski mBanku

Najbardziej dynamiczny wzrost w medium internetowym w najbliższych latach odnotuje segment mobile, który według szacunków ZenithOptimedia ma rosnąć w tempie 38% CAGR w latach 2014-17P (6x szybciej niż segment desktop). Główną przyczyną wzrostu jest coraz większa popularność urządzeń mobilnych z dostępem do internetu. Ilość użytkowników smartfonów wzrosła w średniorocznym tempie 24,4% w latach 2012-14 (dane: eMarketer). Według szacunków dalszy wzrost użytkowników smartfonów powinien odbywać się w tempie 12,6% 2014-17P CAGR.

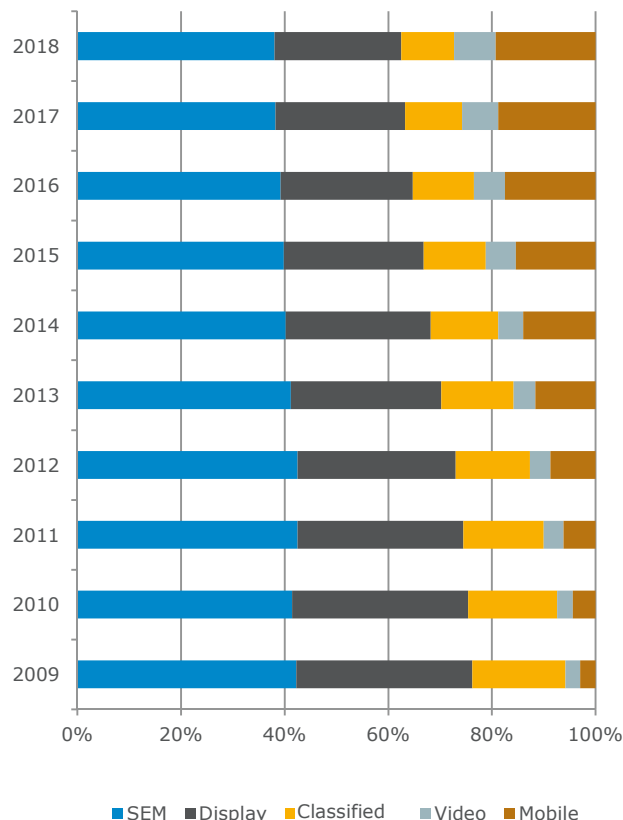
Użytkownicy smartfonów w latach 2014-17P



Źródło: eMarketer, Dom Maklerski mBanku

Powyższe tendencje potwierdzają szacunki przedstawione w raporcie PwC Global Outlook, gdzie udział segmentu mobile w wydatkach na reklamę internetową jest szacowany na 19,3% w 2018 roku vs. 14% w 2014 roku. We wzrostowym trendzie powinien pozostać także segment video, którego udział w wydatkach jest szacowany na 8% w 2018 roku vs. 5% w 2014 roku. Spadać będzie udział zarówno SEM (wyszukiwarek internetowych), display oraz classifieds, odpowiednio do 38%, 25% oraz 10% w 2018 roku.

Struktura wydatków na reklamę internetową w latach 2009-18P



Źródło: PwC Global Outlook, Dom Maklerski mBanku

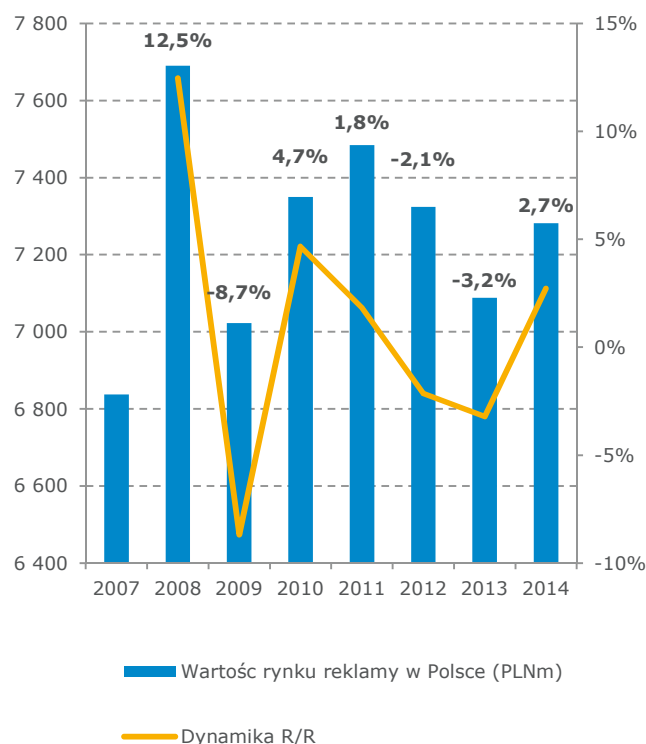
Na podstawie danych PwC wyciągamy wniosek, że reklama display (zwracamy uwagę, że PwC wlicza do tej kategorii mobile display i video display) będzie rozwijała się w średnim rocznym tempie ok. 7%, tj. istotnie mniejszym niż cały rynek (CAGR 14-18 = ok. 11%). Motorem napędowym wzrostów reklamy internetowej będą segmenty mobile i video.

Charakterystyka polskiego rynku reklamy

Polski rynek reklamy wchodzi na ścieżkę wzrostową

Polski rynek reklamy po załamaniu w 2009 roku związanym z globalnym kryzysem gospodarczym intensywnie zyskiwała na wartości do 2011 roku (nie osiągając jednak poziomu zanotowanego w 2008 roku). Od 2011 roku wydatki na reklamę na rynku polskim utrzymywały się w spadkowym trendzie i dopiero rok 2014 przyniósł odwrócenie tej tendencji i wzrost wartości rynku o 2,7% R/R. Według najnowszych szacunków domu mediowego Starlink, pozytywny trend powinien zostać utrzymany w 2015 roku, notując dynamikę rzędu 2,6-3,3% R/R. Wzrost ma głównie pochodzić z istotnego przyśpieszenia nakładów na promocję produktów FMCG, farmaceutycznych oraz samochodów (w 2014 roku o 13% R/R wzrosła rejestracja nowych samochodów). Utrzymane mają zostać również wydatki na rynku telekomunikacji.

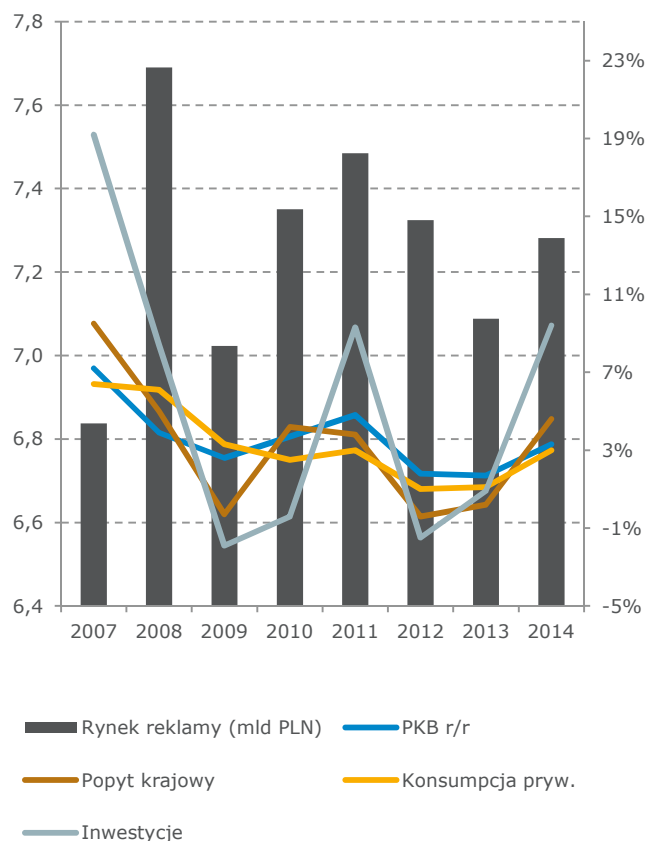
Rozwój rynku reklamy w Polsce



Źródło: Starlink, Dom Maklerski mBanku

Od 2009 roku główną siłą napędową wydatków na reklamę na rynku polskim był kanał internetowy, który zanotował wzrost na poziomie 14,4% 2009-14 CAGR. Wydatki na reklamę wzrastały również w segmencie radiowym (+2,9% 2009-14 CAGR), telewizyjnym (+1,4% 2009-14 CAGR) oraz segmencie kinowym (+1,6% 2009-14 CAGR)(dane: Starlink). Wydatki na pozostałe kanały promocji tj. outdoor, magazyny i dzienniki spadały w granicach 8-13,7% 2009-14 CAGR.

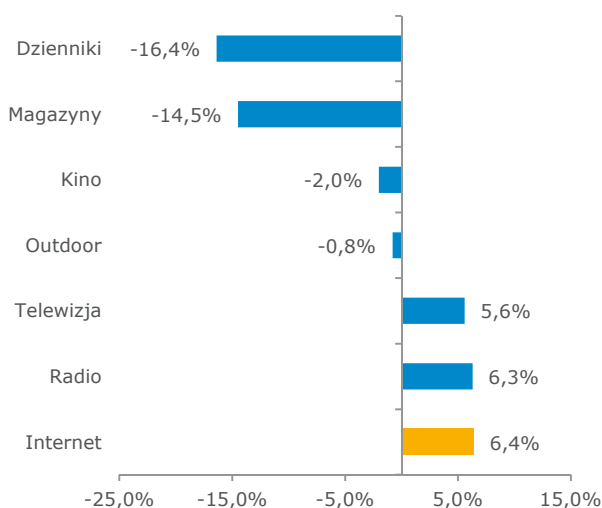
Rynek reklamy na tle danych makroekonomicznych



Źródło: Starlink, Dom Maklerski mBanku

Na odbicie rynku reklamy w 2014 roku wpływ miała również coraz lepsza sytuacja w polskiej gospodarce, gdzie popyt krajowy wzrósł o 4,6% R/R, a konsumpcja prywatna zwiększyła się o 3% R/R. Ponadto istotne odbicie zanotowały inwestycje, gdzie dynamika wyniosła 9,4% R/R w 2014 roku w porównaniu do 0,9% odnotowanej zmiany w poprzednim roku. Efektem powyższych zdarzeń była poprawa wzrostu PKB o 3,3% w 2014 roku z 1,7% w 2013 roku. Według prognoz makroekonomicznych mBanku dynamika PKB powinna wzrosnąć do 3,5% R/R w 2015 roku i utrzymać podobny poziom w 2016 roku.

Dynamika segmentów rynku reklamy w Polsce (2014 R/R)

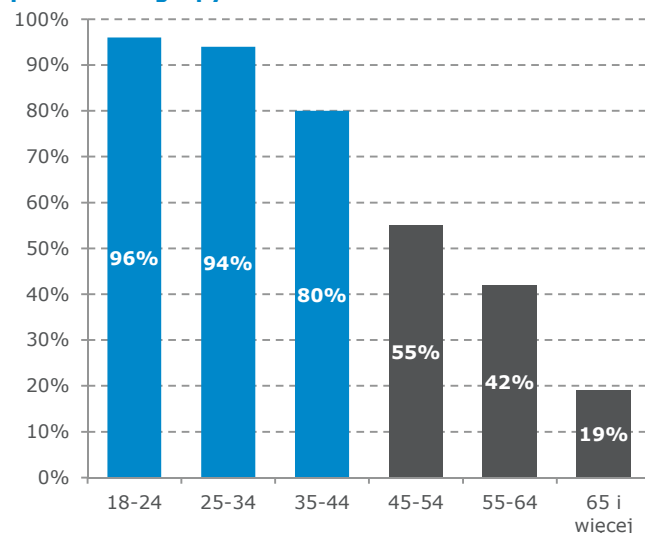


Źródło: Starlink, Dom Maklerski mBanku

W 2014 roku najszybciej rosły wydatki na reklamę internetową (+6,4% R/R), zaraz za nimi są wydatki na kanał radiowy (+6,3% R/R), a na trzecim miejscu znajduje się telewizja (+5,6% R/R). Spadek zanotowały segmenty Outdoor, Kino, Magazyny i Dzienniki (tutaj dwucyfrowe spadki, co związane jest z istotnymi spadkami w rozpowszechnianiu dzienników). Zgodnie z analizą przeprowadzoną przez dom mediowy Starlink, w 2015 roku reklamodawcy będą głównie inwestować w kanał telewizyjny oraz internet.

Na wzrost popularności reklamy internetowej będzie miał też coraz większy udział użytkowników internetu w polskim społeczeństwie. Według badania CBOS Internauci przynajmniej 80% ludzi młodszych niż 44 lata oraz 94% ludzi młodszych niż 34 lata są użytkownikami sieci. Wraz ze starzeniem się społeczeństwa odsetek ten będzie wzrastał. Niewątpliwie będzie to wspierało efektywność i zasięg reklamy internetowej, co istotnie wpłynie na wartość tego segmentu rynku.

Użytkownicy internetu jako % społeczeństwa w podziale na grupy wiekowe

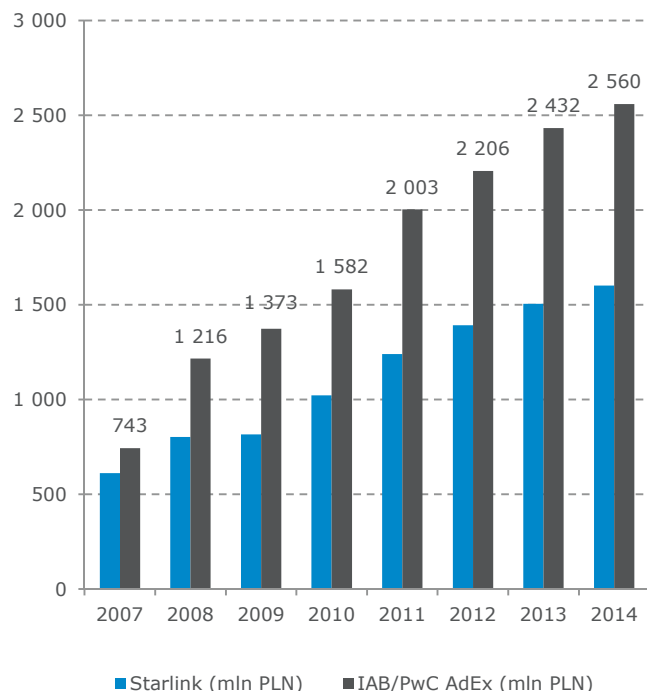


Źródło: CBOS Internauci, Dom Maklerski mBanku

Video i mobile siłą napędową polskiej reklamy online

Według szacunków domu mediowego Starlink rynek reklamy internetowej wyniósł 1,6 mld PLN w 2014 roku. Z kolei wyliczenia dokonane według standardu IAB/PwC podają, że rynek reklamy internetowej wzrósł o 5,2% R/R do 2,6 mld PLN. Różnica wynika z metodologii przyjętej przez poszczególne instytucje, gdzie Starlink ujmuje tylko wydatki poniesione na reklamę, podczas gdy IAB/PwC AdEx wlicza zarówno przychody gotówkowe wydawców, jak również wszelkie prowizje z tego tytułu. Prowizje z perspektywy księgowej wydawców są zaliczane do kosztów, jednak stanowią część wydatków, jakie ponoszą reklamodawcy. Bez względu na metodologię liczenia wartości rynku internetowego, oba źródła wskazują na dynamiczny wzrost wartości reklamy online na przestrzeni ostatnich lat. Zwracamy także uwagę na różnice segmentacji rynku online: IAB/PwC do subrynku display włącza mobile display i video display.

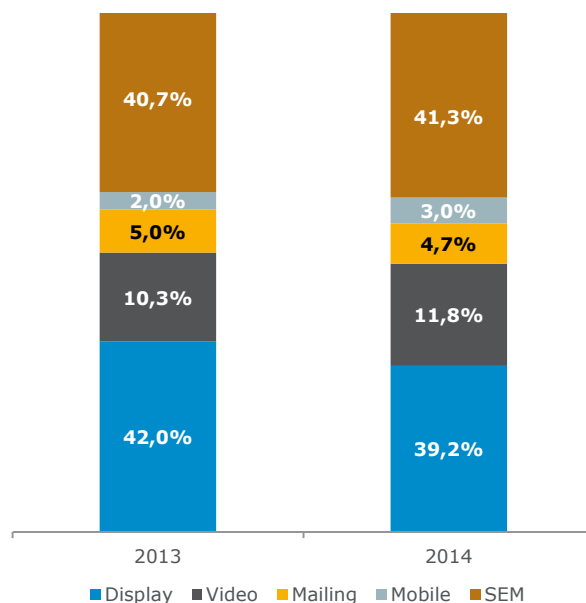
Wydatki na reklamę internetową w Polsce



Źródło: Starlink, IAB/PwC AdEx, Dom Maklerski mBanku

Według Starlinka rok 2014 w reklamie internetowej był zdominowany przez wzrost popularności reklamy video, która wzrosła o 21% R/R. Nadawcy inwestują w nowe kanały vod. tutaj przykładem jest TVN, który uruchomił serwis veedo.pl i dołączył do konkurencji z YouTube w serwisach oferujących tzw. UGC (user generated content). W 2014 r. widoczny był także rozwój Wirtualnej Polski, która inwestowała w nowoczesne studio do produkcji video. Według Starlinka rynek serwisów vod jest w Polsce już dość nasycony, ale nie znaczy to, że nie ma już miejsca na nowości. Obok video intensywnie rozwijały się mobile. Ministerstwo Gospodarki szacowało w 2014 roku liczbę tabletów w Polsce na 4 mln, zaś smartfonów na 27 mln sztuk. Reklama display w tym kanale rosła w tempie 61%. Mobile display rozwija się m.in. dzięki nowoczesnym technologiom łączącym telewizję z mobilem i dającym użytkownikom możliwość interaktywnego uczestnictwa w oglądanym programie. Według Starlinka tradycyjna reklama display wzrosła o 3% R/R (bez display video i display mobile). Starlink zwraca uwagę, że nie ma tu mowy o powrocie do dawnych przyzwyczajzeń i modeli zakupowych. Wydawcy portali horyzontalnych skupili się na reklamie kontekstowej czyli natywnej, która nie jest tak uciążliwa dla internautów jak niegdyś banery. Ponadto rozwija się RTB i sprzedaż powierzchni reklamowych w modelach aukcyjnych. Reklamodawcy podchodzą do tych rozwiązań z coraz większą śmiałością, przekonując się do tej formy dzięki osiąganym rezultatom kampanii. W 2014 r. spowolniła dynamika wydatków na reklamę w wyszukiwarkach i wyniosła 7,9%, co częściowo jest związane z szybkim rozwojem e-commerce.

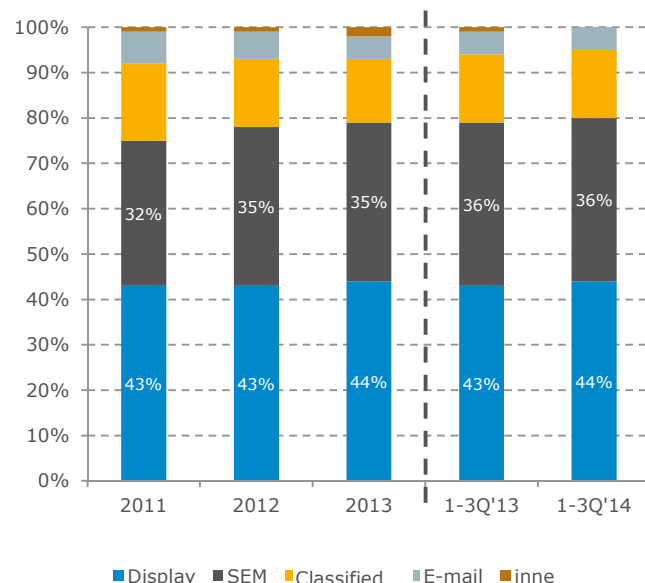
Udział kategorii digital według Starlinka



Źródło: Starlink

Dane Starlinka różnią się nieco od statystyk PwC. Według badania IAB największy udział w polskim rynku reklamy online ma kanał display, który odpowiadał za 44% wydatków poniesionych w ciągu 1-3Q'14. Drugim pod względem wydatków internetowych jest segment SEM odpowiadający za 36% środków przeznaczonych na reklamę online. W tendencji spadkowej utrzymuje się segment e-mail (wydatki spadły o 3% R/R), na którego ograniczenie wpłynęło wprowadzenie przez największych dostawców usług poczty elektronicznej (m.in. Google, WP) możliwości selekcji wiadomości elektronicznych, co doprowadziło do spadku efektywności kampanii e-mailowych, a w rezultacie do spadku wydatków.

Wydatki na poszczególne formy reklamy online



Źródło: IAB/PwC AdEx, Dom Maklerski mBanku

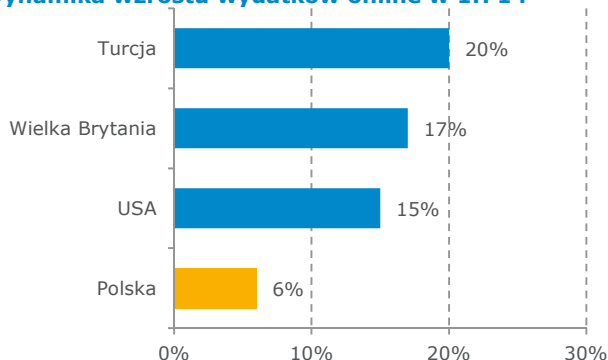
Według szacunków IAB/PwC AdEx wydatki na reklamę display powinny osiągnąć 1,1 mld PLN w 2014 roku. Reklama graficzna przeszła daleką drogę od statycznego banera, przez formy animowane, aż po multimedialne kreacje z użyciem wideo oraz interaktywne formaty rich media. Obecnym wyzwaniem dla dostawców rozwiązań reklamy display w Polsce są urządzenia mobilne. Według badań IAB barierą w tym przypadku jest technologia tworzenia i wyświetlania reklam, która nie nadąża za bardzo dynamicznym rozwojem urządzeń jak i formy treści w tym środowisku. Dodatkowym problemem jest multiscreening (konsumpcja reklamy na różnych urządzeniach), co wymaga dostosowania reklamy, jak i umiejętnego monitorowania zachowań konsumentów. Zmniejszenie skali wymienionych problemów, mogłoby mocno wpłynąć na dalszy rozwój segmentu reklamy mobilnej w Polsce.

Specyficzną przeszkodą dla szybszego rozwoju reklamy display na polskim rynku jest bardzo niski koszt reklam telewizyjnych (w porównaniu do innych krajów). W związku z tym ceny reklam online muszą być jeszcze niższe, co prowadzi do wyświetlania przez wydawców internetowych zbyt wielu reklam (duży clutter reklamowy – przesycenie). Ponadto wielu reklamodawców woli korzystać z tańszych, mało zaawansowanych formatów i narzędzi reklamowych oraz ponosi niskie nakłady na kreację. Wpływa to na niekorzystne wrażenia użytkowników, którzy uważają, że reklam jest za dużo i w większości są nieatrakcyjne.

Według szacunków IAB/PwC AdEx rynek wideo powinien osiągnąć wartość 200 mln PLN w 2014 roku, odnotowując wzrost o 19% R/R (po wzroście o 33% R/R w 2013 roku). Coraz więcej firm decyduje się na umieszczanie spotów reklamowych przy treściach wideo online, które najczęściej są komplementarnym uzupełnieniem kampanii marketingowej prowadzonej w telewizji. Sprawia to możliwości zbudowania potencjalnie największego zasięgu przy niskim marginalnym koszcie. Ponadto reklama wideo online jest bardziej efektywna ze względu na możliwość lepszego niż w przypadku telewizji zaadresowania jej do odpowiedniej grupy odbiorców. Budowa własnego studia przez WP pozwoli spółce zwiększyć ekspozycję na perspektywiczny i dynamicznie rosnący segment reklamy internetowej.

Jeśli chodzi o rok 2015, to agencja IAB podaje szacunki oparte o dwa scenariusze. Pierwszy z nich uwzględnia ostrożniejsze szacunki dotyczące wzrostu gospodarczego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej i wskazuje indeks wzrostu na poziomie 5,3-7,8% w latach 2014-15P. Drugi scenariusz uwzględnia poprawę warunków ekonomicznych i bardziej optymistyczne podejście reklamodawców do inwestycji. W tym wariantie przewidywany wzrost powinien osiągnąć 7,7-10% w latach 2014-15P.

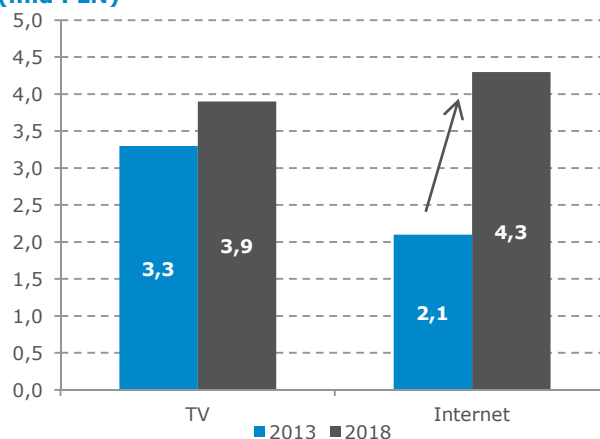
Dynamika wzrostu wydatków online w 1H'14



Źródło: AdEx, Dom Maklerski mBanku

Potencjalnym pozytywnym zaskoczeniem dla przyjętych przez IAB prognoz może być „skok cyfrowy” wynikający m.in. z inwestycji szerokopasmowych wspieranych przez UE, które mają być ukończone do końca 2015 roku. Czynnikiem ten został ujęty w szacunkach PwC opublikowanych w raporcie „Entertainment and media Outlook”, gdzie zakładana jest dynamika wzrostu rynku reklamy internetowej o 15% R/R w 2015 roku do 3 mld PLN.

Szacunki PwC rynku reklamy online w Polsce (mld PLN)



Źródło: AdEx, Dom Maklerski mBanku

Poniżej przedstawiamy prognozy wybranych podmiotów na rynek reklamy internetowej w Polsce.

Prognoza wzrostu rynku reklamy online w Polsce

Źródło	Stopa wzrostu	Czas
PwC	15,2%	2014-18 CAGR
Zenith	12,2%-11,8%	2014,15
Universal McCann	12,0%	2014
Starcom	9,0%	2014
Lab: optymistycznie	7,7%-10,0%	2014,15
Lab: podstawowy	5,2%-7,8%	2014,15
Agora	6,5%	2014

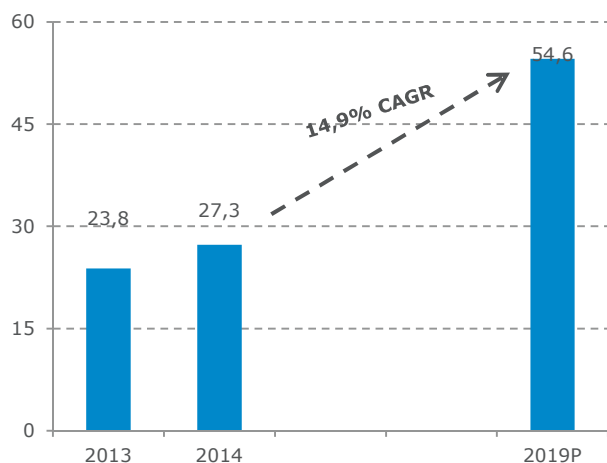
Źródło: PwC, Zenith, Universal McCann, IAB, Agora

PwC przewiduje, że rynek reklamy internetowej będzie w najbliższych latach rość w średnim tempie 15,2% rocznie. Najważniejszymi pod względem wartości segmentami tego rynku będą tradycyjne reklamy prezentowane na portalach (display ads) oraz reklama w wyszukiwarkach internetowych - każdy z nich odpowiedzialny za blisko jedną trzecią wartości tego rynku, liderami będą w ich przypadku odpowiednio Facebook i Google. Jednak pod względem tempa wzrostu zdecydowanie wyróżnia się reklama powiązana z udostępnianymi w Internecie treściami wideo. Wartość tego rynku będzie rosła w tempie 45% rocznie, aby osiągnąć ponad 600 mln PLN w 2018 r. Rynek reklamy mobilnej choć względnie niewielki (wartość około 10 mln PLN w 2013 r.), będzie rość o blisko jedną czwartą rocznie. W tym przypadku wzrostowi rynku reklamy będzie sprzyjało upowszechnienie się jej nośników. Według prognozy PwC w 2018 r. trzech na czterech Polaków będzie użytkownikami smartphonów. Popularność tabletów będzie rosła nieco wolniej niż w ostatnich latach, jednak w ciągu najbliższych 5 lat odsetek użytkowników tych urządzeń przekroczy 10%. Na znaczenie rynku reklamy online będzie wpływać dalsze upowszechnianie się dostępu do Internetu.

Rynek e-commerce w Polsce

Wartość polskiego rynku e-commerce wyniosła w 2014 roku 27,3 mld PLN, odnotowując wzrost o 15% R/R. E-handel jest segmentem rynku, który rośnie w stabilnym dwucyfrowym tempie, jednocześnie wykazując odporność na sytuację makroekonomiczną w kraju. Ciągłe powiększanie zasięgu internetu, większe bezpieczeństwo płatności internetowych, jak również dobrze rozwinięty rynek usług spedycyjnych pozytywnie wpływają na rozwój tego segmentu rynku. Według szacunków PMR rynek e-commerce powinien rosnąć w tempie 14,9% w 2014-19P CAGR.

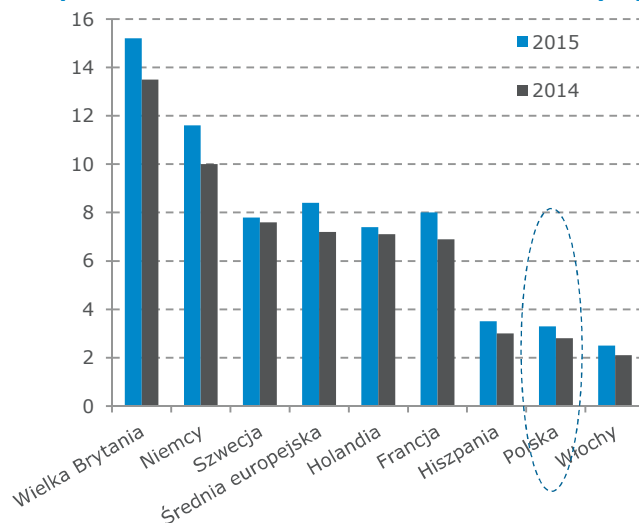
Wartość polskiego rynku e-commerce (mld PLN)



Źródło: PMR, Dom Maklerski mBanku

Pomimo dwucyfrowych wzrostów rynku e-commerce w Polsce, nasz rynek handlu elektronicznego znajduje się w grupie niedojrzałych rynków (razem z Hiszpanią i Włochami). Głównym czynnikiem, który ogranicza możliwości szybszego wzrostu to nadal słaba jakość usług internetowych. Sytuacja ta powinna ulec poprawie w Polsce ze względu na inwestycje w internet szerokopasmowy finansowane ze środków UE, które mają zostać zakończone do 2015 roku. Ponadto sprzyjającym czynnikiem będzie coraz większa liczba Polaków korzystających z internetu wynikająca ze zmian w strukturze demograficznej. Przyjazne rozwiązania e-commerce oraz skuteczna reklama online powinna skłaniać konsumentów do zwiększenia intensywności zakupów online. W Polsce e-commerce stanowił 2,8% rynku detalicznego w 2014 roku. Według szacunków „Centre for retail research” wartość ta powinna wzrosnąć do 3,3% w 2015 roku.

Udział rynku e-commerce w rynku detalicznym w Europie (%)



Źródło: Centre for retail research, Dom Maklerski mBanku

Kluczowe ryzyka

Ryzyko spadku liczby użytkowników poczta.wp.pl i poczta.o2.pl

Wirtualna Polska to na wrzesień'14 najpopularniejszy serwis poczty mailowej w Polsce, jednak liczba realnych użytkowników poczty spadła o blisko 5% R/R. Spadki zanotował także serwis poczta.o2.pl i inne serwisy poczty elektronicznej portali horyzontalnych w Polsce. Dużą popularnością cieszą się usługi pocztowe Google. Sądzymy, że dalsze spadki realnych użytkowników mogłyby przełożyć się na spadek zasięgu potencjalnych kampanii mailingowych Grupy Wirtualnej Polski. Ponadto sądzymy, że odsony pozostałych witryn WP mogą być generowane przez ruch użytkowników poczty elektronicznej. W przypadku jego spadku, zasięg portali WP mógłby się zmniejszyć, co przełoży się na przychody reklamowe WP z tytułu display.

Ryzyko spadku popytu na tradycyjny display

Starlink oszacował wzrosty w segmencie display na 3% R/R. Z kolei według danych IAB AdEx display wzrósł w ciągu 9M'14 8% R/R. Różnica w danych polega na rozbiciu przez Starlink display i wyodrębnieniu segmentów video i mobile (który przez IAB AcEx jest traktowany jako część display). Estymujemy, że segment display rośnie wolniej niż rynek i jest narażony na stagnację ze względu na (1) tzw. ślepotę bannerową, (2) presję na ceny bannerów reklamowych, (3) rosnącą konkurencję portali tematycznych. Ekspozycję Wirtualnej Polski na tradycyjny display szacujemy na blisko 70%, stąd spadek zainteresowania display szybszy niż zakładamy przełoży się na gorsze obroty z reklamy portali.

Ryzyko wortalizacji

Obecnie w mediach, w tym również w Internecie, wyraźny jest trend poszukiwania przez użytkowników treści w coraz większym stopniu dopasowanych do ich indywidualnych zainteresowań i potrzeb. Trend ten stanowi szczególnie duże zagrożenie dla portali horyzontalnych, które w wypadku nie sprostania coraz większym wymaganiom użytkowników stoją przed ryzykiem spadku popularności i pogorszenia zasięgu, a w konsekwencji pogorszenia pozycji konkurencyjnej.

Ryzyko dużej konkurencji od zagranicznych graczy

Wirtualna Polska działa na konkurencyjnym rynku, na którym obecni są globalni gracze: Google, Yahoo, Facebook i Youtube, którzy wdrażają innowacyjne produkty i prowadzą strategię międzynarodowej ekspansji. Wyniki

Grupy mogą być pod presją rosnącej popularności także innych międzynarodowych marek, zwłaszcza kiedy odsetek używających języka angielskiego jest bardzo duży wśród użytkowników Internetu, a produkty (aplikacje mobilne, portale) cieszą się dużą popularnością.

Ryzyko pogorszenia się stosunków z Google

Wirtualna Polska jest w małej części zależna od Google, gdyż sprzedaje i udostępnia część swojej powierzchni reklamowej do dyspozycji Google, który płaci % od wygenerowanych z tej powierzchni przychodów. Polityka Google jest więc kluczowa dla części przychodów Grupy WP. Dodatkowo, w ostatnich tygodniach doszło do zgłoszenia przez Onet maskowania swoich linków w wyszukiwarce Google, której miała dopuścić się Wirtualna Polska. Maskowanie polega na przekierowaniu użytkowników z Google na stronę główną WP.pl, a nie do linków, które wyświetlają się w wyszukiwarce, przez co WP mogło podbijać statystyki, jednak naszym zdaniem najgorszym ryzykiem takiej aktywności jest pogorszenie stosunków z Google, który przywiązuje najwyższą wartość do poprawnego działania wyszukiwarki i w przeszłości karała serwisy, które dopuściły się incydentów osłabiających to poprawne działanie.

Ryzyko rozwoju systemu zakupu reklamy w modelu RTB

Real Time Bidding to aukcje o pojedyncze powierzchnie reklamowe w czasie rzeczywistym na rynku reklamy odsłonowej. Dzięki tej metodzie reklamodawcy otrzymują możliwość skuteczniejszej alokacji budżetów, precyzyjne targetowanie i spersonalizowane kreacje. Sądzymy, że popularyzacja zjawiska RTB może przyczynić się do presji cenowej na rynku reklamy internetowej, w tym display.

Ryzyko stosowania programów typu Adblock

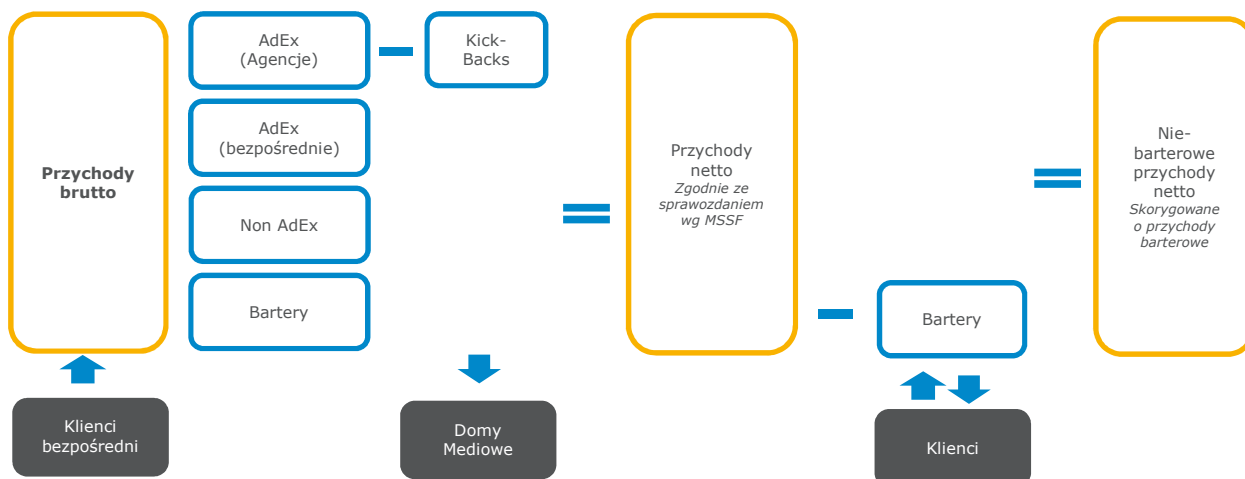
Wraz z rozwojem Internetu rośnie popularność oprogramowania służącego do blokowania reklam w Internecie. Programy tego typu to zazwyczaj dodatki do przeglądarki internetowej lub moduły stanowiące część większej aplikacji zabezpieczającej komputer, np. programów antywirusowych. Ewentualny wzrost popularności lub skuteczności tego typu oprogramowania może negatywnie wpłynąć na skuteczność reklamy internetowej jako narzędzia marketingowego, a tym samym spowodować obniżenie budżetów reklamowych przeznaczonych na reklamę w Internecie, co w konsekwencji mogłoby wywrzeć negatywny wpływ na wyniki finansowe oraz perspektywy rozwoju Grupy.

Działalność finansowa

Przychody w Wirtualnej Polsce możemy podzielić na: (1) rozliczane gotówkowo pochodzące od domów mediowych, (2) rozliczane gotówkowo pochodzące bezpośrednio od klientów, (3) niezwiązane z reklamą i (4) barterowe (rozliczane na zasadzie wymiany usług

pomiędzy Wirtualną Polską w momencie świadczenia danej usługi). Przychody są raportowane przez Grupę z wyłączeniem tzw. kick-backów (kwot dla domów mediowych, które Wirtualna Polska płaci za alokację budżetów reklamowych w ramach portali WP).

Model rozliczania przychodów w Wirtualnej Polsce



Źródło: Wirtualna Polska

Przychody ze sprzedaży grupy WPH w 2014 r. wyniosły 200,6 mln PLN i składają się na nie przychody Wirtualnej Polski SA od momentu przejęcia (czyli od 13 lutego 2014 r.), przychody WPH (dawniej o2) oraz przychody pozostałych targetów od momentów przejęcia (SportoweFakty.pl, Domodi i Money.pl).

Grupa sporządziła sprawozdanie profoma. Przychody profoma wynoszą 248,3 mln PLN. Różnica z przychodami księgowymi na poziomie 47,7 wyjaśniona jest niekonsolidowanymi: przychodami WP SA w kwocie 16,1 mln PLN, przychodami Money.pl w kwocie 26,5 mln PLN oraz przychodami Domodi w wysokości 5,1 mln PLN.

Układ sprawozdań Wirtualnej Polski

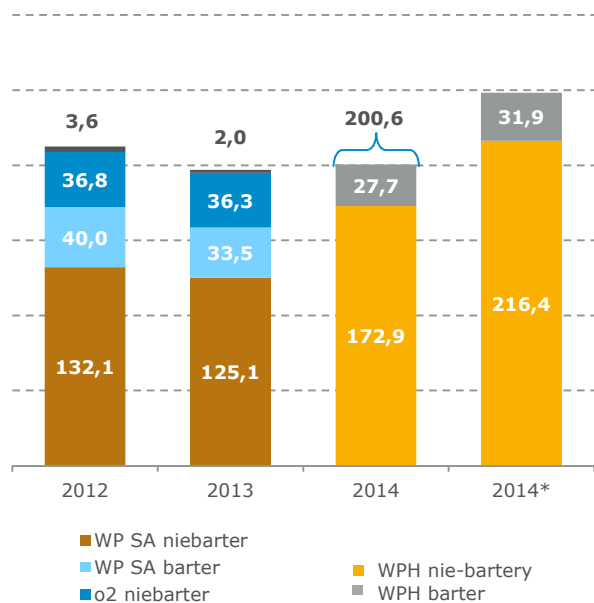
		Sprawozdanie finansowe																																			
		2012	2013	2014 skonsolidowane	2014 proforma																																
		WP S.A.	WP S.A.	WPH	WPH proforma																																
		WPH (Grupa o2)	WPH																																		
rok		2012				2013				2014																											
miesiąc		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
WPH (Grupa o2)		[Skonsolidowane WPH]																																			
Dobreprogramy.pl		[„stara” Wirtualna Polska]																																			
„stara” WP		[„stara” Wirtualna Polska]																																			
SportoweFakty.pl		[Dane proforma]																																			
Domodi		[Dane proforma]																																			
Homebook.pl		[Dane proforma]																																			
Money.pl		[Dane proforma]																																			

Legend:
■ Skonsolidowane WPH
■ „stara” Wirtualna Polska
■ Dane proforma

Źródło: Wirtualna Polska

W roku 2012 sprzedaż starej WP SA i o2 razem wyniosła 212,5 mln PLN, co oznacza że w 2013 r. przychody spadły o 8% R/R (przyjmując w 2013 r. poziom obrotów na poziomie 196,9 mln PLN – 1 mln PLN Dobreprogramy). Spadek wynika z restrukturyzacji działu sprzedaży w o2 oraz z efektów wysokiej bazy roku 2012 r. w starej WP SA w związku z Mistrzostwami Świata w Piłce Nożnej 2012 oraz odejścia dwóch ważnych klientów są to (przyczyny podane przez Zarząd).

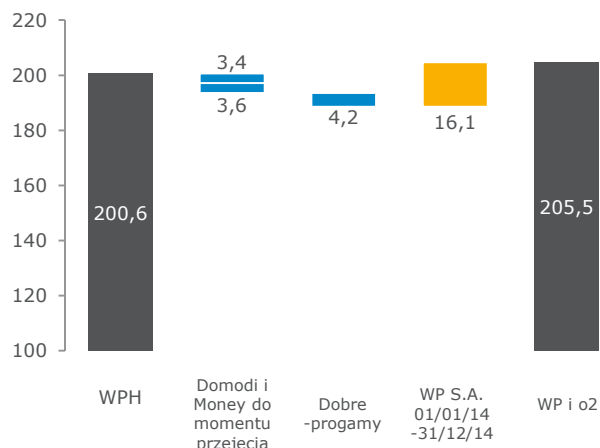
Przychody WPH (mln PLN)



Źródło: Wirtualna Polska

Kluczowym elementem naszej analizy jest estymacja trendów na wynikach w starej WP SA i o2 w 2014 r. razem z wyłączeniem pozostałych podmiotów. Poniżej przedstawiamy jak przeprowadziliśmy estymację wyników dwóch podmiotów razem. Przy założeniu, że przychody portalu Dobreprogramy były na poziomie 4,2 mln PLN w 2014 roku, przychody startej WP SA i o2 razem w 2014 roku szacujemy na 205,5 mln PLN, a wzrost przychodów R/R szacujemy na poziomie 4% rocznie. Przy założeniu sprzedaży barterowej w Domodi na poziomie 0 mln PLN, Money na poziomie 2,9 mln PLN i Dobreprogramy na poziomie 20% przychodów, dynamikę sprzedaży bez barteru szacujemy na ok. 10% R/R, co jest wynikiem dosyć dobrym jak na: (1) dużą ekspozycję Grupy na tradycyjny display, (2) spadek użytkowników realnych kont pocztowych, (3) relatywnie mały udział w szybko rosnących rynkach – mobilnym i wideo.

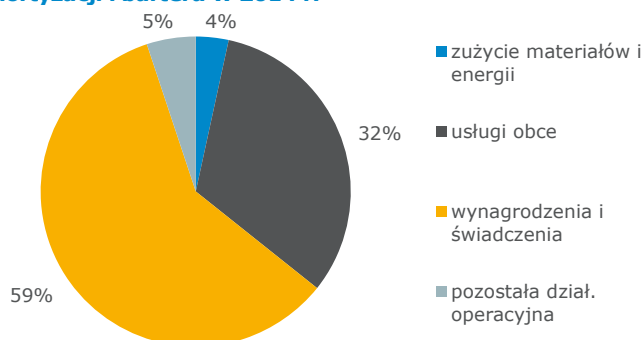
Estymacja przychodów starej WP SA i o2 w 2014 (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Koszty operacyjne bez amortyzacji z wyłączeniem barteru wyniosły w 2014 r. w WPH 128,3 mln PLN, z czego spółka raportuje koszty jednorazowe na poziomie 30,3 mln PLN (w tym: 19,3 mln PLN kosztów doradztwa transakcyjnego, 6,6 mln PLN koszty restrukturyzacji zatrudnienia, 4,3 mln PLN pozostałe koszty) oraz koszty programu opcji pracowniczych w wysokości 1,9 mln PLN. Baza kosztowa bez kosztów jednorazowych, barteru, amortyzacji i kosztów programu opcyjnego wynosi więc 96,1 mln PLN. Na tę kwotę składają się głównie usługi obce w wysokości 26,8 mln PLN oraz wynagrodzenia w wysokości 61,0 mln PLN. Na koszty usług obcych w Wirtualnej Polsce składają się głównie koszty kontentu, koszty utrzymania łącz internetowych, koszty wynajmu biur, usług IT i pozostałe koszty. Koszty operacyjne WPH w 2014 r. proforma bez amortyzacji i barteru wyniosły 166 mln PLN, czyli 133 mln PLN po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych i programu opcyjnego. Na tę kwotę składają się, podobnie jak w WPH, głównie: koszty wynagrodzeń w wysokości 78,8 mln PLN oraz koszty usług obcych w kwocie 74,8 mln PLN z barterem i 42,4 mln PLN z wyłączeniem barteru.

Struktura kosztów operacyjnych WPH proforma bez amortyzacji i barteru w 2014 r.

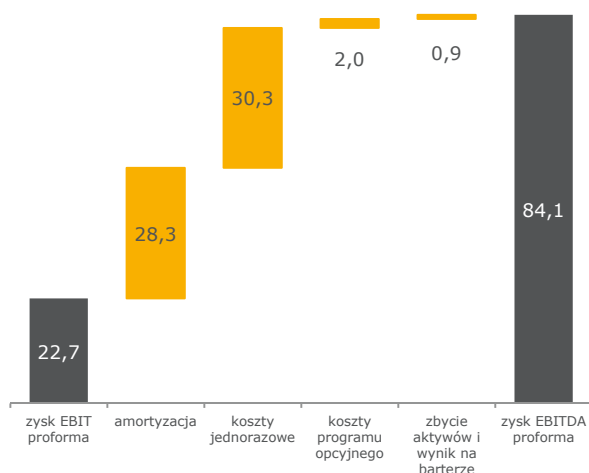


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Koszty wynagrodzeń w WPH wyniosły w 2014 r. 61,0 mln PLN. Przy uwzględnieniu kosztów pracowniczych starej WP SA i po korekcie o nasze szacunki kosztów pracowniczych w Domodi, Money i Dobreprogramy, szacujemy koszty w WP SA i o2 razem na ok. 66 mln PLN, tj. 11% mniej niż w 2013 r. Przyczyną spadków są znaczne redukcje personelu w ciągu 2014 r. (847 zatrudnionych na koniec 2013 r. i 731 zatrudnionych na koniec 2014 r.). Koszty usług obcych bez barteru w WPH wyniosły w 2014 r. 23 mln PLN, co po korekcie o nasze estymacje

korespondujących kosztów w starej WP SA do momentu konsolidacji Domodi, Money i Dobreprogramy przekłada się na naszą estymację kosztów usług obcych w starej WP SA i o2 w roku 2014 razem na poziomie 25 mln PLN, tj. o około 14% niższym R/R.

EBITDA'14 proforma Wirtualnej Polski



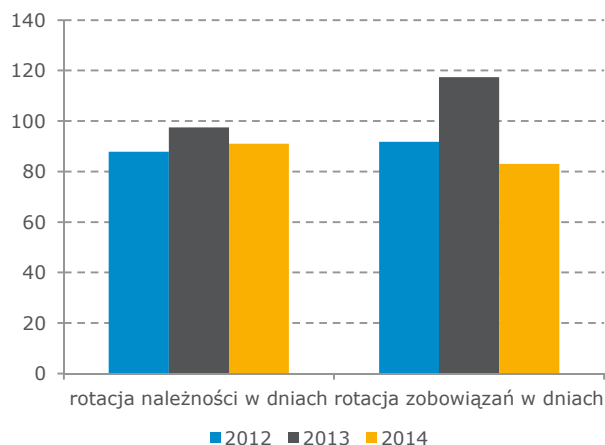
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Podsumowując w 2014 r. w zakresie starej WP SA i o2 spółki poprawiły przychody bez barteru o 10% przy znacznym spadku kosztów OPEX-u bez barteru (szacujemy spadek razem na ok. 7% R/R). Pozwoliło to znacznie zwiększyć poziom EBITDA w 2014 r. Nasz szacunek EBITDA proforma wynosi 84,1 mln PLN (nie uwzględniamy straty na transakcjach barterowych w wysokości 0,6 mln PLN). Koszty finansowe w 2014 r. wyniosły 17,5 mln PLN, z czego 10,6 mln PLN to odsetki, a 5,6 mln PLN to wycena swapów odsetkowych.

Sytuacja bilansowa i CAPEX

Aktywa niematerialne stanowiły 76% sumy bilansowej Wirtualnej Polski na koniec 2014 r. (434 mln PLN z 570 mln PLN), co wynika z przejęcia WP SA w lutym 2014 (rozpoznano m.in. 92 mln PLN wartości firmy, 152 mln PLN wartości strony głównej i poczty WP oraz 102,5 mln PLN znaków towarowych). Poziom należności handlowych na koniec 2014 r. wynosił 25% sprzedaży proforma z wyłączeniem barteru, co przekłada się na rotację należności handlowych w dniach równą 91 dni. Z kolei zobowiązania handlowe stanowiły 15% kosztów operacyjnych bez barteru i amortyzacji, programu motywacyjnego i kosztów jednorazowych, co implikuje rotację zobowiązań handlowych w dniach równą 83 dni i cykl konwersji gotówki na poziomie 8 dni. Zwracamy uwagę, że wskaźniki rotacji zarówno należności w dniach, jak i zobowiązań uległy obniżeniu vs. stara WP SA + o2 razem.

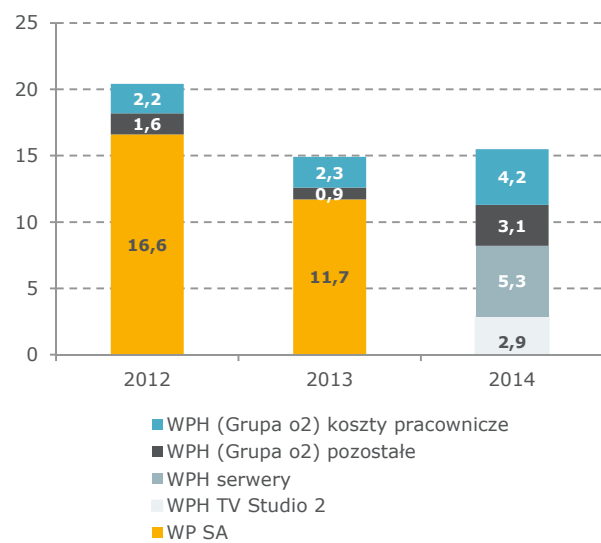
Rotacja należności handlowych i zobowiązań handlowych w starej WP SA i o2 razem (dla 2012 i 2013) i dla WPH proforma w 2014



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Grupa posiadała dług netto na koniec 2014 r. na poziomie 189,3 mln PLN, na co składało się 200,6 mln PLN długu długoterminowego, 19,8 mln PLN długu krótkoterminowego oraz 31,1 mln PLN środków pieniężnych. Wskaźnik dług netto/skorygowana EBITDA proforma był na poziomie 2,3x. Znaczny wzrost zadłużenia Grupy w ciągu roku jest pochodną umowy kredytu bankowego na kwotę 200 mln PLN z grudnia 2013 r., z czego 175 mln PLN zostało przeznaczone na sfinansowanie zakupu WP SA. Ostateczny termin spłaty przypada na 13 lutego 2021 r. Oprocentowanie kredytu jest zmienne w oparciu o WIBOR 6M i marżę zależną od dźwigni finansowej Grupy. Średnią marżę szacujemy na poziomie 2,1-2,3 p.p. Ponadto w listopadzie '14 zadłużenia wzrosło w wyniku nabycia grupy Money i refinansowaniu zakupu aktywów (+ 47 mln PLN) Grupa posiadała limity kredytowe wygasające po upływie >1 roku na kwotę 43 mln PLN na koniec 2014 r. Grupa zawarła dodatkowo swap odsetkowy o wartości nominalnej 130 mln PLN. Na pozostałe długoterminowe zobowiązania Grupy na koniec 2014 r. składają się: (1) zobowiązania z tytułu opcji put na udziały niedające kontroli w kwocie 32,6 mln PLN, które wynikają z opcji put na 24,5% udziałów Domodi w 2019 r. po cenie ustalonej w oparciu o wyniki Domodi za rok 2019, (2) zobowiązanie warunkowe dot. dodatkowych płatności za Domodi. Zwracamy uwagę, że Grupa użytkuje budynki biurowe i magazynowe na podstawie leasingu operacyjnego, którego okresy wynoszą od 1 do 5 lat lub na czas nieokreślony. Łączne kwoty minimalnych opłat leasingowych wynoszą 13,0 mln PLN w terminie 5 lat. Zwracamy dodatkowo uwagę, że Grupa na koniec 2014 roku miała 5,4 mln PLN krótkoterminowych zobowiązań z tytułu wynagrodzeń oraz 4,2 mln PLN krótkoterminowych zobowiązań z tytułu zakupu środków trwałych. CFO w 2014 wyniósł 38,0 mln PLN i był 6,6 mln PLN mniejszy od księgowej EBITDA, co jest związane głównie z odpływem środków z tytułu zmian na kapitale obrotowym w wysokości 4,0 mln PLN (w tym 6,4 mln PLN w związku z zmianą stanu należności handlowych i pozostałych). WPH zaraportowała na koniec 2014 r. aktywo z tytułu odroczonego podatku dochodowego w wysokości 52,5 mln PLN, co jest wynikiem strat podatkowych oraz reorganizacji wewnętrznych aktywów celem optymalizacji podatkowej. Wirtualna Polska ma także potencjalny, nieaktywowany jeszcze benefit podatkowy w wysokości 71,7 mln PLN, co wynika z różnic przejściowych. CAPEX w 2014 roku wyniósł 15,5 mln PLN i był skutkiem poniesienia wydatków na studio TV w wysokości 2,9 mln PLN, kosztów zakupu serwerów w wysokości 5,3 mln PLN oraz kosztów pracowniczych w wysokości 4,2 mln PLN.

Wartość CAPEX w latach 2012-2014



Źródło: Wirtualna Polska

Wyniki finansowe za 1Q'15 i kolejne przejęcia

Grupa Wirtualna Polska zaraportowała wyniki za 1Q'15. W tym okresie Grupa wygenerowała 67,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży, tj. +27,6% R/R do proforma. Grupa podaje wynik na gotówkowych przychodach na poziomie 59,6 mln PLN, tj. +25,8% R/R do proforma. Zysk EBITDA w okresie wyniósł 17,8 mln PLN i był istotnie wyższy od wyniku proforma w 1Q'14 (6,1 mln PLN). Różnica wynika z istotnie niższego poziomu kosztów transakcyjnych i restrukturyzacyjnych w 1Q'15 (w 1Q'14 sfinalizowano transakcję przejęcie Wirtualnej Polski SA od Orange Polska). Skorygowana EBITDA wyniosła w okresie 21,5 mln PLN vs. 10,4 mln PLN w 1Q'14. Grupa WP zalicza do korekt w okresie: 1,1 mln PLN kosztów doradztwa transakcyjnego, 0,6 mln PLN kosztów restrukturyzacji zatrudnienia i 0,3 mln PLN kosztów programu opcyjnego. Dodatkowo zwracamy uwagę, że w 1Q'15 Grupa WP zaraportowała 1,6 mln PLN straty na transakcjach barterowych (vs. 0,5 mln zysku w 1Q'14 proforma). Grupa podaje informację, że barter w dłuższym horyzoncie czasowym nie ma wpływu na wynik, w krótkim okresie mogą wykazywać przejściowy dodatni lub ujemny wynik. Usługi obce w okresie wyniosły 22,1 mln PLN i ok. 12,6 mln PLN po wyłączeniu barteru (nasze szacunki). Koszty finansowe netto wyniosły w okresie 10,8 mln PLN, z czego koszty jednorazowe wcześniejszej spłaty kredytu wyniosły 6,2 mln PLN, koszty odsetkowe były na poziomie 3,5 mln PLN, zaksięgowano też 6,2 mln PLN odwrócenia dyskonta od zobowiązań inwestycyjnych. Strata netto w okresie wyniosła 0,8 mln PLN.

Wyniki za 1Q'15

(mln PLN)	1Q'14	1Q'15
Przychody ze sprzedaży	28,83	67,50
Amortyzacja	3,02	7,05
Zużycia materiałów i energii	0,73	1,27
Koszty jednorazowe	10,85	1,72
w tym koszty usług doradczych	9,86	1,10
w tym koszty wynagrodzeń i świadczeń	0,82	0,61
w tym koszty operacyjne	0,17	0,01
Koszty programu opcji pracowniczych	0,00	0,35
Pozostałe usługi obce	6,12	22,12
Pozostałe koszty wynagrodzeń i świadczeń	10,53	23,11
Pozostałe koszty operacyjne	0,63	1,84
Pozostałe przychody/zyski operacyjne	0,03	0,68
Zysk/strata ze zbycia pozostałych aktywów finansowych	1,11	0,00
Zysk na dział. operacyjnej	-1,90	10,72
Przychody finansowe	0,07	0,10
Koszty finansowe	1,67	10,78
Zysk brutto	-3,50	0,04
Podatek dochodowy	-0,64	0,54
Mniejszości	0,01	0,30
Zysk netto	-2,86	-0,79
EBITDA	1,12	17,78
Przychody gotówkowe ze sprzedaży	25,57	59,64
Skorygowana EBITDA	10,39	21,54
marża na przychodach got.	40,7%	36,1%

Źródło: Wirtualna Polska

CFO w okresie wyniósł 19,1 mln PLN (przy dodatnim saldzie na kap. obrotowym = 1,6 mln PLN), a CAPEX równy 5,6 mln PLN był poniesiony głównie na zakup sprzętu serwerowego oraz na wyposażenie studia TV. Wskaźnik dług netto/ skorygowana EBITDA wyniósł na koniec 1Q'15 2,0x (źródło: Spółka). W raporcie kwartalnym Grupa poinformowała o wyniku skorygowana EBITDA LTM w wysokości 90,3 mln PLN.

Pod koniec maja br. WPH poinformowała o przejęciu dwóch internetowych stacji radiowych: OpenFM i PolskaStacja. Łączna cena za zakupione serwisy wyniosła 4,0 mln PLN, a łączne przychody proforma za 2014 rok – 2,8 mln PLN. Grupa WP spodziewa się istotnie zwiększyć przychody z tych serwisów zapewniając m.in. lepsze wypełnienie dostępnej powierzchni reklamowej monetyzowanej przede wszystkim reklamą wideo w postaci pre-roll, a także reklamą audio i bannerową. OpenFM i PolskaStacja.pl to jedne z najpopularniejszych internetowych stacji radiowych w Polsce. Z łączną liczbą 755 tys. użytkowników (real users) generują one blisko 90 mln odsłon krajowych miesięcznie, przez co razem plasują się na pozycji lidera w świadczeniu tej popularnej usługi online. Na początku czerwca WPH poinformowała o zakupie grupy NextWeb Media. Czołowymi produktami grupy są serwisy abcZdrowie.pl, jeden z najpopularniejszych portali zdrowotnych w Polsce, oraz Parenting.pl, serwis przeznaczony dla rodziców. W skład Grupy wchodzi też spółka Blomedia.pl, która prowadzi platformę content marketingu, skupiającą niezależnych autorów. Sieć zrzesza łącznie 600 blogów w takich kategoriach tematycznych jak moda, kulinaria, nowe technologie, motoryzacja, podróże i parenting. Media spółki docierają do 4,6 mln realnych użytkowników, a uwzględniając blogi zrzeszone w Blomedia.pl szacunkowy zasięg wynosi 5,5 mln realnych użytkowników miesięcznie (Megapanel PBI/Gemius za marzec 2015). Cena zakupu za 100% udziałów NextWeb Media to 19,4 mln PLN. Ponadto struktura transakcji przewiduje płatność warunkową w kwocie 3,5 mln PLN płatną po roku od nabycia oraz dodatkowe płatności typu earn-out płatne na przestrzeni trzech lat od nabycia.

W naszym modelu wyceny nie uwzględniamy wpływu przejęć z maja i czerwca br. na wyniki finansowe ze względu na zbyt małą ilość informacji finansowych przejmowanych celów. Tym samym w modelu wyceny uwzględniamy środki z emisji w wysokości 100 mln PLN, które spółka pozyskała w procesie IPO w kwietniu br.

Prognozy

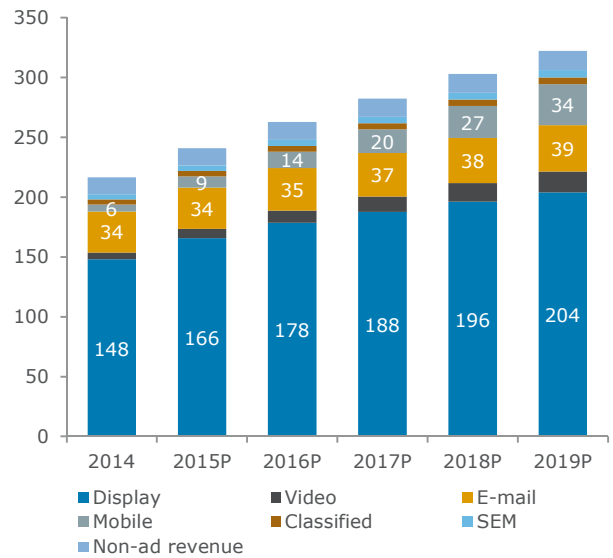
Rynek

Wzrost przychodów grupy WPH będzie pochodną wzrostów na rynku reklamy internetowej, która w 2014 r. stanowiła 22,0% całego rynku reklamowego (vs. 21,3% rok wcześniej). Sądzymy, że ze względu na (1) wzrost PKB który jest skorelowany z dynamiką rynku reklamowego, (2) mierzalność i dobre targetowanie grup docelowych, (3) wzrost użycia Internetu w Polsce, segment reklamy internetowej będzie mieć coraz większy udział w rynku reklamy ogółem. Estymujemy średni roczny wzrost rynku reklamowego na 4% w ciągu 2014-19 i udział reklamy internetowej na 28% w 2019 r. (reklama internetowa będzie wypierać przede wszystkim reklamę w dziennikach, magazynach oraz w nieco mniejszym stopniu reklamę zewnętrzną). Zakładamy, że rynek reklamy będzie rozwijać się w średnim rocznym tempie = 9% w okresie 2014-19. Motorem napędowym reklamy będzie (1) segment mobile ze względu na popularyzację użycia urządzeń przenośnych oraz relatywnie niską bazę oraz (2) segment wideo ze względu na rosnącą konsumpcję tych treści przez Internautów w Polsce oraz inwestycje producentów kontentu w content tzw. video-in-stream. Sądzymy, że tradycyjny display będzie rozwijać się w średnim tempie = 4% w kolejnych latach, przede wszystkim ze względu na wysoką bazę (duże nasycenie rynku tradycyjnym display) oraz rozwój RTB i sprzedaż powierzchni reklamowych w modelach aukcyjnych. Pomagać będzie rozwój e-commerce, podobnie jak w przypadku SEM. Wzrost reklamy e-mail szacujemy na poziomie 3% rocznie w kolejnych latach. Istotne wzrosty powinna zanotować reklama video (CAGR 2014-19 = 16%) oraz reklama mobile (CAGR 2014-19 = 43%).

WPH

Na tym tle Wirtualna Polska powinna zanotować istotne wzrosty przychodów, nieco większe niż rynek reklamy internetowej w 2015 r. WPH powinna uzyskać wzrosty przychodów z display wyższe niż rynek głównie ze względu na większą siłę przetargową na rynku po przejęciach money.pl i innych wortalu oraz efekty wykorzystania nowoczesnych narzędzi (np. Big Data), dzięki którym występuje lepsza niż u małych graczy personalizacja treści. Z drugiej strony zakładamy spadki udziału rynkowego w reklamie mailingowej ze względu na spadek real userów kont pocztowych poczta.wp.pl i poczta.o2.pl. Udział w segmencie mobile także powinien delikatnie spadać ze względu na fragmentaryzację tego subryнку, udział w segmencie wideo zakładamy na stałym poziomie. Z kolei zakładamy, że udział Grupy w subryнку video będzie się zwiększać ze względu na inwestycje WPH w tym obszarze. Przychody grupy WPH będzie wspierać szybki rozwój rynku e-commerce spowodowany zarówno ilością kupujących online, jak i wzrostem wartości przeciętnych transakcji. WPH posiadając dużą bazę użytkowników może efektywniej niż mniejsze portale przekierowywać potencjalnych klientów do wybranych sklepów internetowych.

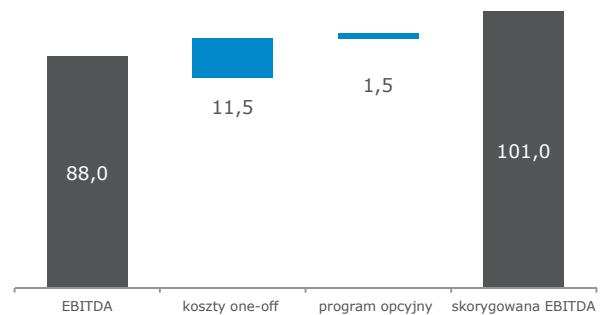
Prognoza przychodów WPH



Źródło: Dom Maklerski mBanku

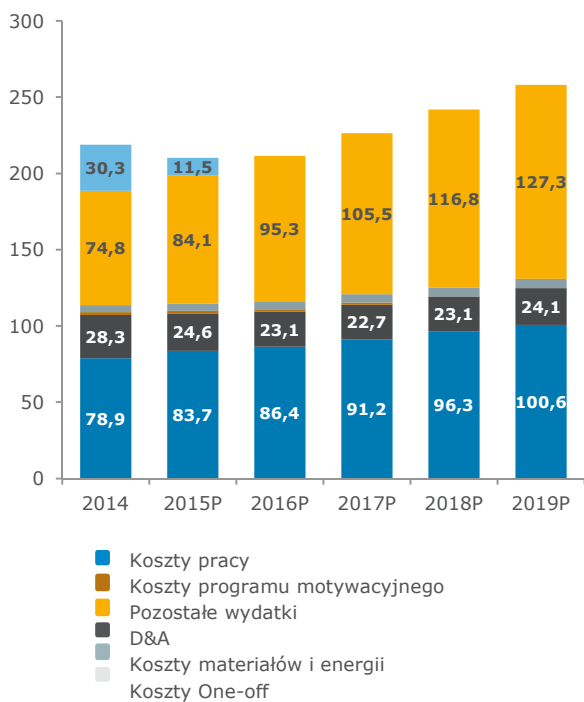
Zakładamy wzrost wynagrodzeń o 3,5% rocznie w naszym modelu oraz wzrosty zatrudnienia o 5% w 2015 r., 2% rocznie w 2016-18 i 1% rocznie w kolejnych latach. Zakładamy, że 60% kosztów usług obcych to koszty zmienne, skorelowane z wysokością przychodów. Zakładamy koszty programu opcji menedżerskich na 4,6 mln PLN w ciągu kolejnych 2015-2017 łącznie oraz jednorazowe koszty związane z IPO i realizacją restrukturyzacji o przejęciu money.pl na 11,5 mln PLN. W modelu zakładamy koszty barteru równe przychodom z barteru (brak wpływu na zysk EBIT). Koszty finansowe netto powinny ulec obniżeniu w związku z redukcją zadłużenia (nie przyjmujemy w modelu wydatków na dalsze akwizycje, które WPH zapowiada). W marcu WPH poinformowała o procesie refinansowania zadłużenia. Umowa kredytu będzie ograniczać wypłatę dywidendy (m.in. do wypłaty dywidendy będzie konieczne utrzymywanie zadłużenia netto na poziomie <2,0x z wyłączeniem środków z IPO oraz łączna kwota dywidendy wypłaconych w roku musi być mniejsza niż 70% zysku netto za rok poprzedni). Przyjmujemy efektywna stopa podatkowa w 2015-18 na 3% i jej wzrost do 19% w 2020 ze względu na użycie aktywa podatkowego, którego wartość bieżąca netto przyjmujemy na 44 mln PLN. Nie bierzemy pod uwagę dodatkowego benefitu podatkowego w wysokości 71,7 mln PLN w naszych prognozach.

EBITDA skorygowana w 2015



Źródło: Dom Maklerski mBanku

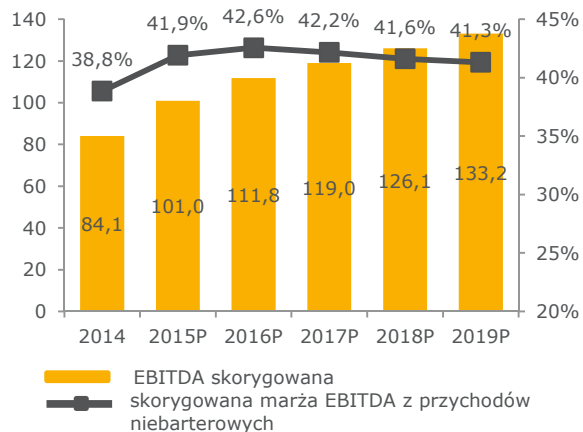
Prognoza kosztów WPH



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Sądzymy, że WPH poprawi rentowność skorygowanej EBITDA (w stosunku do niebarterowych przychodów) do 42-43% w 2016 r. w wyniku (1) dźwigni operacyjnej możliwej do wykorzystania w związku z wzrostami na rynku reklamy online oraz (2) synergii po przejęciu Money.pl (zarówno kosztowych i przychodowych).

Prognoza EBITDA



Źródło: Dom Maklerski mBanku

W okresie rezydualnym przyjmujemy marżę EBITDA = 40%. CAPEX w kolejnych latach jest na stałym poziomie z 9,1% przychodów (tak jak w 2015 r. według estymacji Zarządu). W modelu nie przyjmujemy synergii z refinansowania grupy WP.

Wycena

Wartość spółki Wirtualna Polska Holding szacujemy na podstawie modelu DCF i metody porównawczej. Implikowana wycena z metody zdyskontowanych przepływów na jedną akcję to 43,0 PLN, a wartość jednej akcji oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 40,9 PLN.

(PLN)	waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	40,9
Wycena DCF	50%	43,0
cena wynikowa		42,0
cena docelowa za 9 m-cy		44,7

Wycena porównawcza

Porównujemy wartości mnożników dla WPH z mnożnikami dla spółek porównywalnych, do grupy których zaliczamy spółki z całego świata obecne na rynku reklamy internetowej. Stosujemy równe wagi dla każdego okresu w czasie 2014-16. Wycenę korygujemy o cashowe koszty jednorazowe poniesione w 2015 (restrukturyzacja Money i IPO). Do wyceny dodajemy NPV aktywa podatkowego oraz środki pozyskane w procesie IPO.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
GOOGLE INC-CL C	11,6	10,5	9,0	20,7	18,8	16,4
MAIL,RU GROUP-GDR REGS	16,0	15,4	12,8	21,1	23,4	18,2
YANDEX NV-A	13,3	14,4	11,7	20,2	24,1	19,6
AOL INC	7,8	7,7	7,4	24,9	24,5	22,6
YAHOO JAPAN CORP	-	-	-	22,6	21,6	21,0
IAC/INTERACTIVECORP	12,8	13,8	10,2	31,8	27,0	19,3
FACEBOOK INC-A	28,9	22,3	16,6	52,1	44,0	33,5
Maksimum	28,9	22,3	16,6	52,1	44,0	33,5
Minimum	7,8	7,7	7,4	20,2	18,8	16,4
Mediana	13,1	14,1	11,0	22,6	24,1	19,6
Skorygowany zysk netto WP				31,1	48,8	66,3
Skorygowana EBITDA WP	84,1	101,0	111,8			
Dług netto WP	189,3	142,6	77,9			
Wartość firmy (mln PLN)	1 043	1 415	1 279	838	1 308	1 433
Wycena jednej akcji (PLN)	40,9					

Zródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec drugiego kwartału 2015 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2014 r. w wysokości 189 mln PLN, skorygowany o wartość opcji zakupu części udziałów w Domodi w wysokości 32,6 mln PLN. Korygujemy też wartość udziałów niedających kontroli o przypisane do Domodi.
- Wartość wskaźnika dług netto / (dług netto + kapitały własne) przyjmujemy na poziomie z 2017 r.
- W prognozach nie zakładamy kosztów planu opcyjnego z marca 2015.
- W roku 2023 amortyzacja jest równa nakładom inwestycyjnym.
- Uwzględniamy wartość bieżącą aktywa podatkowego w wysokości 44 mln PLN oraz środki 100 mln PLN pozyskane z procesie IPO.
- Po roku 2024 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,5%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,50% oraz współczynnik beta na poziomie 1,0.
- Uwzględniamy maksymalne rozwodnienie akcjonariatu programem opcji menedżerskich na poziomie 1,52 mln akcji.

Model DCF

(mln PLN)	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2024+
Przychody ze sprzedaży	276,3	301,3	323,8	347,4	369,7	391,2	410,6	427,7	442,7	458,0	
zmiana	37,8%	9,0%	7,5%	7,3%	6,4%	5,8%	5,0%	4,2%	3,5%	3,5%	
EBITDA	88,0	110,3	117,5	126,1	133,2	140,2	146,4	152,1	155,9	159,8	
marża EBITDA	31,8%	36,6%	36,3%	36,3%	36,0%	35,8%	35,7%	35,6%	35,2%	34,9%	
Amortyzacja	24,6	23,1	22,7	23,1	24,1	25,7	28,9	31,5	34,6	35,8	
EBIT	63,4	87,2	94,8	103,0	109,1	114,5	117,4	120,5	121,3	124,0	
marża EBIT	23,0%	28,9%	29,3%	29,6%	29,5%	29,3%	28,6%	28,2%	27,4%	27,1%	
Opodatkowanie EBIT	12,1	16,6	18,0	19,6	20,7	21,8	22,3	22,9	23,1	23,6	
NOPLAT	51,4	70,6	76,8	83,4	88,3	92,7	95,1	97,6	98,3	100,4	
CAPEX	-22,0	-24,0	-25,8	-27,7	-29,4	-31,1	-32,7	-34,0	-34,9	-35,8	
Kapitał obrotowy	-1,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,4	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	52,1	69,0	73,5	78,8	82,9	86,9	90,9	94,4	97,5	100,0	102,5
WACC	8,0%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	
współczynnik dyskonta	96,2%	88,9%	82,1%	75,8%	69,9%	64,5%	59,6%	55,0%	50,7%	46,8%	
PV FCF	50,2	61,3	60,3	59,7	57,9	56,1	54,1	51,9	49,5	46,9	

WACC	8,0%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / Kapitał własny + Dług netto	13,0%	7,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Koszt kapitału własnego	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,5%
Wartość rezydualna (TV)	1 740
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	815
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	548
Wartość firmy (EV)	1 363
Dług netto (koniec 2014)	222
Inne aktywa nieoper. (NPV aktywa podatkowego)	144
Udziałowcy mniejszościowi	3
Wartość firmy	1 282
Liczba akcji (mln)	29,8
Wartość firmy na akcję (PLN)	43,0
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,5%
Cena docelowa (PLN)	45,8

EV/EBITDA(*15) dla ceny docelowej	13,5
P/E(*15) dla ceny docelowej	26,2
Udział TV w EV	59,8%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC +1,0 p.p.	46,1	49,0	52,4	56,7	62,1
WACC +0,5 p.p.	42,2	44,5	47,3	50,7	54,8
WACC	38,8	40,8	43,0	45,7	49,0
WACC -0,5 p.p.	36,0	37,6	39,4	41,6	44,2
WACC -1,0 p.p.	33,4	34,8	36,4	38,2	40,3

Rachunek wyników

(mln PLN)	2013	2014	2014PF	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży	38,3	200,6	248,3	276,3	301,3	323,8	347,4	369,7
zmiana		423,4%	-	37,8%	9,0%	7,5%	7,3%	6,4%
Koszty operacyjne	35,6	173,0	218,8	210,3	211,5	226,4	241,9	258,1
Amortyzacja	3,2	20,8	28,3	24,6	23,1	22,7	23,1	24,1
Materiały i energia	1,5	3,9	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	6,1
Plan opcyjny	0,0	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	0,0	0,0
Usługi obce	8,0	55,1	74,8	84,1	95,3	105,5	116,8	127,3
Wynagrodzenia	18,2	61,0	78,9	83,7	86,4	91,2	96,3	100,6
Koszty jednorazowe	4,7	30,3	30,3	11,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostała dział. operacyjna	-0,8	-4,4	-7,4	-2,7	-2,6	-2,6	-2,6	-2,5
Zysk/strata na sprzedaży aktywów	-0,2	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,6	23,9	22,7	63,4	87,2	94,8	103,0	109,1
zmiana		-	-	165,9%	37,4%	8,8%	8,6%	5,9%
marża	4,2%	11,9%	9,1%	23,0%	28,9%	29,3%	29,6%	29,5%
Wynik na działalności finansowej	0,0	-17,2	-23,0	-16,1	-6,9	-4,9	-3,7	-2,5
Pozostałe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Zysk brutto	1,8	6,7	-0,3	47,3	80,3	90,0	99,3	106,5
Podatek dochodowy	-0,2	-2,5	-1,7	-1,3	-2,3	-2,6	-2,8	-18,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1,6	3,8	-2,0	45,9	78,0	87,4	96,4	87,6
zmiana		134,4%	-	-	69,8%	12,1%	10,3%	-9,1%
marża	4,2%	1,9%	-0,8%	16,6%	25,9%	27,0%	27,8%	23,7%
Amortyzacja	3,2	20,8	28,3	24,6	23,1	22,7	23,1	24,1
EBITDA	4,8	44,6	51,0	88,0	110,3	117,5	126,1	133,2
zmiana		-	-	97,2%	25,3%	6,6%	7,3%	5,6%
marża	12,6%	22,3%	20,5%	31,8%	36,6%	36,3%	36,3%	36,0%
EBITDA skorygowana	10,0	77,6	84,1	101,0	111,8	119,0	126,1	133,2
zmiana		-	8,4%	20,1%	10,7%	6,5%	5,9%	5,6%
marża	26,1%	38,7%	33,9%	36,5%	37,1%	36,8%	36,3%	36,0%
ROAE	2,4%	2,4%	-0,8%	17,1%	24,0%	23,6%	24,2%	20,6%
ROAA	2,2%	1,2%	-0,4%	7,8%	12,5%	13,6%	15,0%	13,5%

Źródło: Wirtualna Polska (wyniki finansowe 2013-2014PF), Dom Maklerski mBanku (wskaźniki i prognozy dla 2015-2019); PF = proforma

Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	85,2	569,8	602,2	646,2	640,2	647,3	651,4
Majątek trwały	66,2	485,0	482,4	483,3	486,4	491,0	496,3
Rzeczowe aktywa trwałe	4,3	49,3	52,1	57,8	65,5	74,4	83,8
Wartość firmy	3,6	124,8	124,8	124,8	124,8	124,8	124,8
Wartości niematerialne i prawne	11,1	309,7	304,4	299,5	294,9	290,6	286,5
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	47,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	19,1	84,9	119,8	163,0	153,8	156,3	155,1
Należności handlowe i pozostałe	8,0	53,7	59,8	65,2	70,0	75,1	80,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	3,7	31,1	60,0	97,8	83,8	81,2	75,1
Pozostałe	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PASYWA	85,2	569,8	602,2	646,2	640,2	647,3	651,4
Kapitał własny	73,1	245,6	291,5	357,8	384,1	413,0	439,3
Zobowiązania długoterminowe	1,3	247,2	222,3	185,4	158,5	131,6	46,6
Pożyczki i kredyty	0,3	200,6	175,7	138,8	111,9	85,0	0,0
Pozostałe	0,0	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	1,0	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Zobowiązania krótkoterminowe	10,8	77,0	88,4	103,0	97,7	102,7	165,5
Pożyczki i kredyty	0,1	19,8	26,9	36,9	26,9	26,9	85,0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	9,9	52,6	56,9	61,5	66,2	71,2	75,9
Rezerwy na świadczenia pracownicze	0,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Pozostałe	0,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Dług	0,4	220,4	202,6	175,7	138,8	111,9	85,0
Dług netto	-3,3	189,3	142,6	77,9	55,0	30,7	9,9
(Dług netto / Kapitał własny)	0,0	0,8	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0
(Dług netto / EBITDA)	-0,7	4,2	1,6	0,7	0,5	0,2	0,1

Source: Wirtualna Polska (wyniki finansowe 2013-2014PF), Dom Maklerski mBanku (wskaźniki i prognozy dla 2015-2019); PF = proforma

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy operacyjne	11,7	38,0	84,8	107,2	114,7	123,2	114,1
Zysk netto	1,8	6,7	47,3	80,3	90,0	99,3	106,5
Amortyzacja	3,2	20,8	24,6	23,1	22,7	23,1	24,1
Dział. finansowa	0,0	17,2	16,1	6,9	4,9	3,7	2,5
Plan opcyjny	0,0	2,0	1,5	1,5	1,5	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	6,6	-4,0	-1,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2
Pozostałe	0,1	-4,6	-2,9	-3,8	-4,1	-2,8	-18,9
Przepływy inwestycyjne	-9,0	-407,7	-22,0	-24,0	-25,8	-27,7	-29,4
CAPEX	-3,3	-15,5	-22,0	-24,0	-25,8	-27,7	-29,4
Pozostałe	-5,7	-392,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,1	397,2	-33,9	-45,5	-102,9	-98,1	-90,8
Emisja akcji	0,0	203,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,1	227,1	-17,8	-26,9	-36,9	-26,9	-26,9
Dywidenda (buy-back)	0,0	-14,3	0,0	-11,7	-61,2	-67,5	-61,3
Pozostałe	-0,2	-19,1	-16,1	-6,9	-4,9	-3,7	-2,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,6	27,5	28,9	37,8	-14,0	-2,6	-6,1
Środki pieniężne na koniec okresu	3,7	31,1	60,0	97,8	83,8	81,2	75,1
FCF	2,7	-369,8	62,8	83,3	88,9	95,5	84,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,6%	7,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Source: Wirtualna Polska (wyniki finansowe 2013-2014PF), Dom Maklerski mBanku (wskaźniki i prognozy dla 2015-2019); PF = proforma

Wskaźniki finansowe

	2014PF	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
P/E	-	20,7	12,2	10,9	9,9	10,9
P/CE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,5
P/BV	3,9	3,3	2,7	2,5	2,3	2,2
P/S	3,8	3,4	3,2	2,9	2,7	2,6
FCF/EV	-	5,7%	8,1%	8,8%	9,7%	8,8%
EV/EBITDA skorygowana	13,6	10,8	9,2	8,5	7,8	7,2
EV/EBIT skorygowany	20,4	14,3	11,6	10,4	9,5	8,8
EV/S	4,6	4,0	3,4	3,1	2,8	2,6
DYield	0,0%	0,0%	1,2%	6,4%	7,1%	6,4%
MC (mln PLN)	951	951	951	951	951	951
EV (mln PLN)	1 140	1 094	1 029	1 006	982	961

Źródło: Dom Maklerski mBanku; PF = proforma

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Wirtualna Polska Holding S.A.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl